



L'ÉVALUATION DU PATRIMOINE NATIONAL EN ACTIONS NON COTÉES : LES EFFORTS D'HARMONISATION EUROPÉENNE ET L'ÉTAT DE LA RÉFLEXION EN FRANCE

MIREILLE BARDOS *

MARC CHAZELAS **

RENÉ ISNARD ***

Dès les premières tentatives de construction en France de comptes de patrimoines financiers, dans les années 1970, la question de la mesure du capital en actions non cotées est apparue comme un des aspects les plus problématiques de cet exercice, en raison à la fois de l'importance des montants en cause¹ et des difficultés théoriques et statistiques que soulevait leur évaluation. Un enjeu supplémentaire, celui de la comparabilité entre données nationales, s'est greffé au cours des années 1990 avec la mise en place d'une méthodologie des comptes nationaux, le SEC 95, commune à l'ensemble des pays de l'Union européenne et d'application obligatoire par ces derniers. Cette étape essentielle de l'harmonisation européenne en matière de statistiques macrofinancières débouche aujourd'hui sur la disponibilité progressive, au sein de l'Europe des 15, de comptes de patrimoines financiers respectant un cadre et des nomenclatures communes. Cependant, le manque de moyens des instances européennes pour coordonner la mise en application du SEC 95 dans les différents pays a fait que l'objectif de comparabilité des données produites, au-delà de l'adoption d'un cadre d'analyse commun, n'a été pour l'instant que très partiellement atteint. Cette faiblesse apparaît particulièrement marquée s'agissant du patrimoine en actions non cotées, dont l'évaluation, en l'absence de prix de marché observables, repose nécessairement sur des conventions et des méthodes de chiffrage indirectes.

* Banque de France.

** Banque de France.

*** Commissariat Général au Plan.

C'est dans ce contexte que le Commissariat Général au Plan a entrepris récemment une nouvelle réflexion, portant sur la place qu'occupent les financements et les placements en actions dans l'économie française, en comparaison avec les autres pays européens et les États-Unis. Compte tenu du poids très important des sociétés non cotées en France, cette réflexion l'a conduit à solliciter des travaux de recherche spécifiques, notamment de la part d'équipes universitaires, via l'Observatoire de l'Épargne Européenne, et de la part de la Banque de France.

Après avoir rappelé à grands traits le cheminement de la réflexion en France et en Europe sur l'évaluation du patrimoine national en actions non cotées, cette contribution fera, sous l'angle de leurs justifications théoriques et pratiques, le point des méthodes aujourd'hui en usage en France et chez nos principaux partenaires européens. Puis elle donnera une illustration statistique de l'application de ces méthodes au contexte français, fondée sur le travail effectué par l'Observatoire des Entreprises de la Banque de France, à partir de la base de données Fiben.

*COMMENT ÉVALUER LE PATRIMOINE NATIONAL
EN ACTIONS NON COTÉES : LE CHEMINEMENT
DE LA RÉFLEXION EN FRANCE ET EN EUROPE*

2

Bien qu'elles ne représentent pas, au sens juridique, une dette des sociétés émettrices vis-à-vis des actionnaires mais un droit de ces derniers sur l'actif net en cas de liquidation, les actions ont été dès l'origine retracées dans les comptes nationaux financiers, qu'ils soient en flux ou en encours, selon des règles homogènes avec celles retenues pour décrire les autres éléments d'actif et de passif. Une distinction s'est également imposée, d'emblée, entre les actions proprement dites, qu'elles soient cotées ou non sur un marché, et un ensemble beaucoup plus hétérogène de droits de propriété, regroupés sous le terme générique d'« Autres participations ». Les périmètres respectifs de ces deux blocs sont restés très stables dans les comptes français au fil des changements de base successifs, semblant répondre à un certain consensus entre producteurs et utilisateurs des comptes. De même, en dépit de la diversité d'un pays à l'autre des statuts juridiques existants pour les entreprises, des définitions de ces deux sous-ensembles communes à tous les pays européens ont pu être trouvées sans difficulté majeure dans les versions successives du Système Européen de Comptes (SEC) et dans le SEC 95 en dernier lieu.

Il en est allé tout autrement pour la question de la valorisation des actions et autres participations. Un principe important des comptes de patrimoines est que les actifs et les passifs doivent y être évalués comme s'ils avaient été acquis à la date où les comptes sont dressés. L'application



de cette règle, que l'on peut encore dénommer principe d'évaluation à la valeur de marché, ne soulève, on s'en doute, guère de difficulté s'agissant des actions cotées, pour lesquelles il suffit de se référer, titre par titre, au cours boursier de la date d'arrêt des comptes et, pour leur montant global, à ce qu'on appelle la capitalisation boursière².

Paradoxalement, elle n'a pas suscité jusqu'ici beaucoup plus de débats, tant en France qu'au plan européen, s'agissant des « autres participations³ », la très faible négociabilité de ce type de droits de propriété ayant conduit d'emblée les comptables nationaux à abandonner tout essai de référence à un prix de marché pour s'en tenir à une valorisation sur la base de la situation nette comptable des entreprises concernées. En revanche, s'agissant des actions non cotées, dont la négociabilité est entière mais dont les changements de main n'interviennent que rarement, un consensus s'est dégagé au plan international en faveur d'une évaluation par référence au marché organisé le plus directement comparable, à savoir celui des actions cotées.

C'est l'interprétation de cette recommandation qui a évolué dans le temps et d'un pays à l'autre, rendant aujourd'hui encore très délicate toute comparaison géographique sur la place des actions dans les systèmes financiers. On peut à cet égard distinguer, dans l'évolution des pratiques françaises et européennes, trois étapes successives qui vont des premières expériences françaises (années 1970-1980) au tournant européen de la mise en place du SEC 95 (1992-1998) et à la situation d'aujourd'hui, marquée par une réouverture de la réflexion en vue notamment d'une nouvelle actualisation du SEC.

Les premières expériences françaises (années 1970-1980)

Les premières expériences françaises de comptes de patrimoines financiers se situent au milieu des années 1970. La méthodologie de la Base 1971, en vigueur à l'époque, prévoit pour la première fois des comptes de patrimoines intégrés au cadre central des comptes nationaux et de ce fait articulés avec les comptes de flux, ces derniers existant déjà depuis environ deux décennies. Les réalisations effectives seront plus modestes puisque les premiers comptes de patrimoine seront produits indépendamment des comptes de flux et avec un décalage temporel important.

S'agissant des actions, ces premiers comptes de patrimoine incluront bien, dès le départ, valeurs cotées et non cotées. Cependant, l'évaluation de ces titres en valeur marchande ne sera effectuée que du côté de l'actif, c'est à dire des portefeuilles détenus par les différents secteurs, tandis que les passifs correspondants seront établis sur la base de la valeur nominale du capital social, telle qu'elle figure dans les bilans des entreprises. Cette solution d'extrême prudence sera abandonnée par la suite car elle sous-

estime par trop la valeur réelle des sociétés non cotées et crée en outre un déséquilibre entre actif et passif qui affecte la mesure de la « valeur nette » des secteurs (patrimoine net des dettes).

Une dizaine d'années plus tard, la Base 1980 (dont les premières séries seront publiées en 1987) s'attache à réaliser concrètement les objectifs affichés mais non atteints de la Base 1971. Les comptes de patrimoines financiers sont produits selon le même calendrier que les comptes de flux et en étroite cohérence avec ces derniers. Les actions cotées et non cotées y sont enregistrées pour la même valeur totale au passif et à l'actif, le mode de valorisation retenu étant en outre censé respecter le principe de la valeur marchande. Pour les actions cotées, il s'agit logiquement de la capitalisation boursière de fin d'année. Pour les actions non cotées, une assimilation est faite avec le marché boursier en étendant à ces dernières le ratio capitalisation boursière/capital nominal observé à la même date pour les sociétés cotées. Cette solution est, à juste titre, estimée comme un progrès par rapport à la précédente, qui, en s'en tenant à un chiffrage de la valeur des sociétés non cotées sur la base de leur capital social, ignorait purement et simplement l'enrichissement de ces dernières intervenu avec le temps.

4

Cependant, et ses concepteurs sont les premiers à le reconnaître, cette méthode présente le sérieux inconvénient d'effectuer une extrapolation sur la base d'une grandeur, le capital social nominal, qui n'a guère de signification économique et qui ne représente, pour les sociétés cotées servant ici de référence, qu'environ 10 % à 15 % du total.

De fait, la poursuite de la hausse des cours boursiers, amorcée en 1982, va souligner l'effet d'amplification de cette méthode sur le niveau des encours d'actions retracés dans les comptes de patrimoines, mettant ces derniers en porte à faux par rapport à l'idée couramment admise d'une insuffisante capitalisation des entreprises françaises.

C'est sur la base de ces premières expériences assez peu satisfaisantes que la France, invitée en 1991 à prendre part aux travaux d'actualisation du SEC, qui déboucheront sur le SEC 95 en vigueur aujourd'hui, sera amenée à proposer à ses partenaires européens une méthode de valorisation jugée plus réaliste.

La mise en place du SEC 95 (1991-1998)

Cette période-clef de l'intégration européenne suscitera des travaux de réflexion sur les actions non cotées à deux stades : celui de la refonte du manuel méthodologique du Système Européen de Comptes (SEC) (1991-1995), celui de l'effort (tardif) de coordination par le Système européen de Banques centrales (SEBC) de sa mise en application au niveau national (1997-1998).



La refonte des méthodes du SEC (1991-1995)

C'est une *task-force* placée sous l'égide de l'office statistique des communautés européennes (Eurostat) qui prend en charge, fin 1991, l'actualisation de la partie financière du SEC. Outre la France⁴, 4 pays (Allemagne, Espagne, Pays-Bas, Royaume-Uni) y sont représentés. Une des contraintes de l'exercice est de s'écarter le moins possible des orientations méthodologiques plus générales arrêtées dans le cadre du nouveau système international de comptes, le SCN 93, qui vient juste d'être achevé, après quelque dix ans de négociations entre experts. Le SCN 93 précise que « la valeur des actions de sociétés qui ne sont pas cotées en bourse ou négociées régulièrement d'une autre manière doit être estimée en utilisant les prix des actions cotées qui leur sont comparables en terme de profits et de chronique et perspectives de dividendes, moyennant si nécessaire un ajustement pour tenir compte de la moindre négociabilité ou liquidité des actions non cotées ».

La *task-force* européenne va s'attacher à donner un contenu opérationnel à cette recommandation en précisant de quelle manière appliquer aux actions non cotées le prix des cotées. C'est ainsi qu'instruite par son expérience des deux bases précédentes, la France va proposer d'appliquer aux non cotées un ratio de prix des cotées faisant référence à leurs fonds propres (capitalisation boursière/fonds propres) plutôt qu'à leur capital social (solution de la base 80). L'intérêt de cette approche est qu'elle tient compte du niveau de réserves accumulées au fil des ans, en moyenne très supérieur chez les sociétés cotées par rapport aux non cotées, du fait de leur ancienneté plus grande. À titre d'exemple pour la France en 1992, alors que le capital social des non cotées représente près de 9 fois celui des cotées, le rapport n'est plus que de 1 à 3,5 si l'on se réfère aux fonds propres. Un corollaire intéressant de cette méthode est donc qu'elle amplifie sensiblement moins, au niveau du total des patrimoines en actions, les fluctuations de cours affectant le marché boursier.

La *task-force* jugera en outre opportun de recommander un calcul secteur par secteur afin de tenir compte de la variabilité de l'un à l'autre des niveaux de valorisation. En revanche, elle renoncera à être plus précise que le SCN dans la prise en compte de la moindre négociabilité ou liquidité des actions non cotées, la majorité des membres de la *task-force* ayant estimé que, lors des transactions sur ces valeurs, cet élément potentiel de moins value était contrebalancé par le fait que l'acquisition des titres allait fréquemment de pair avec un transfert de la majorité de contrôle de la société à l'acquéreur.

Acceptée sans grands débats par les pays membres de la *task-force*, puis par les autres pays des 15, du fait notamment de l'inexpérience de la plupart d'entre eux en matière de comptes de patrimoines, la méthode

de valorisation des actions non cotées proposée par la France a été consignée dans le nouveau manuel du SEC 95, publié dans le cadre d'un règlement européen en date du 25 juin 1996. Ledit règlement laissant aux États membres un minimum de trois ans pour produire des comptes financiers de flux et de patrimoines conformes à la nouvelle méthodologie, il est vraisemblable qu'en dépit des différences de structures et de sources statistiques, un pas très important aurait pu être accompli dans la comparabilité entre pays des données publiées si des moyens suffisants avaient pu, dès le départ, être mis en œuvre par les instances européennes pour assurer la coordination de cette opération.

Cela n'a malheureusement pas été le cas, le groupe de travail « comptes financiers » d'Eurostat, le mieux placé pour assurer ce rôle, ayant dû, jusqu'à la désignation officielle en mai 1998 des onze États membres de la future zone euro, consacrer l'essentiel de ses forces à régler les délicats problèmes d'application des critères de convergence de Maastricht. Entre-temps cependant, de solides liens de coopération s'étant développés en matière statistique entre Eurostat et le Système européen de Banques centrales (SEBC), c'est dans le cadre des travaux de préparation du SEBC à l'euro qu'a pu être effectué un premier inventaire des modalités d'application pratique du SEC 95 dans les différents pays concernés.

6

L'intérêt croissant du SEBC pour les comptes financiers et les travaux du groupe BCE « Valorisation des actions et autres participations » (1997-1998)

Quoique pleinement justifié par l'utilité de cet instrument pour la politique monétaire, l'intérêt du SEBC pour les comptes financiers ne s'est véritablement affirmé que plusieurs années après le démarrage en 1992, sous l'égide du Comité des gouverneurs puis de l'Institut monétaire européen (IME), des travaux de préparation à l'euro des Banques centrales en matière statistique, dans le cadre du Working Group on Statistics (WGS)⁵. En effet, priorité a été logiquement donnée par cette instance à la mise au point du cadre des futures statistiques monétaires de la zone euro, celles-ci devant être opérationnelles impérativement plusieurs mois avant le passage à l'Union monétaire, finalement fixé au 1^{er} janvier 1999.

C'est ainsi qu'en mars 1997, après qu'ont pu être mises sur les rails les réformes informatiques lourdes requises par les nouvelles statistiques monétaires, le WGS décide, non sans une notable résistance des pays dans lesquels les comptes financiers ne sont pas à l'époque produits ou utilisés par la Banque centrale, la création en son sein d'une *task-force* consacrée à la mise au point, par étapes, de comptes financiers de l'Union monétaire. Appelée à travailler en concertation avec Eurostat,



conformément à un accord informel signé entre cette institution et l'IME, qui a défini les comptes financiers (de même que la balance des paiements) comme un domaine de compétence partagé entre la Commission et le SEBC, la Monetary Union Financial Accounts Task Force (MUFA-TF)⁶ se fixe comme premier objectif la supervision de la mise en application du SEC 95 s'agissant des comptes financiers nationaux. En effet, un minimum de coordination européenne à ce stade apparaît alors comme un préalable indispensable à la construction de comptes financiers agrégés, voire consolidés⁷, de la zone euro comme de l'Union européenne.

Dès sa première réunion (septembre 1997) la MUFA-TF va identifier la question de la valorisation des actions et autres participations comme un sujet prioritaire et créer, presque sans délai, un sous-groupe chargé de faire l'inventaire des méthodes de valorisation déjà en vigueur ou envisagées par les différents États membres, ainsi que d'en apprécier la comparabilité en référence aux recommandations du SEC 95.

Composé de l'Espagne, de la France (à qui en revient l'animation) et de l'Italie, assistées de représentants de l'IME et d'Eurostat, le sous-groupe « Actions et autres participations » soumettra son rapport final à la MUFA-TF puis au WGS et, parallèlement du côté d'Eurostat, au groupe de travail « Comptes financiers » puis au CMFB⁸, entre octobre 1998 et janvier 1999.

Ses travaux auront d'abord permis de clarifier la terminologie du SEC 95 en précisant notamment son articulation avec les concepts voisins de la comptabilité d'entreprise. En second lieu, ils auront abouti à un consensus sur la délimitation entre « actions » et « autres participations » et sur le fait que cette dernière catégorie ne doit pas être valorisée par référence au marché boursier. En troisième lieu, le sous-groupe, après avoir inventorié les principales méthodes de valorisation possibles des actions non cotées, aura examiné leur validité pratique à partir d'exercices-test effectués sur des populations d'entreprises appartenant à deux secteurs offrant des caractéristiques contrastées (matériel de transport, commerces), dans chacun des trois pays participants.

Nonobstant des résultats de ces tests à certains égards peu conclusifs, le rapport confirmera la prééminence de la méthode inscrite dans le SEC 95, conclusion qui sera entérinée par toutes les instances européennes précitées. Cependant, s'appuyant sur le texte du SCN 93, déjà cité, qui recommande d'effectuer une extrapolation entre sociétés cotées et non cotées présentant un profil comparable en termes de profits et de dividendes, il estimera préférable, lorsque cette condition ne peut être remplie, de se rabattre sur une évaluation des non cotées sur la base des fonds propres comptables, sans référence au marché boursier.

C'est malheureusement à cette solution dégradée que se raccrocheront la grande majorité des États membres, seuls quatre d'entre eux, l'Allemagne et l'Italie avec des réserves, le Royaume-Uni et naturellement la France, s'étant déclarés en mesure de respecter la méthode du SEC 95 lors des débats dans les instances plénières. La plupart des autres pays estimeront ne pas pouvoir l'appliquer en raison d'un manque de représentativité de leur marché des actions cotées au regard de la population des sociétés non cotées. En outre, ils resteront le plus souvent évasifs sur leur calendrier d'adaptation à la méthode des fonds propres comptables. L'Espagne pour sa part s'attachera, non sans succès, à démontrer la pertinence dans son propre cas d'une troisième méthode, fondée sur la somme des résultats actualisés, que ce pays avait semble-t-il commencé à développer dès avant l'adoption du SEC 95.

Au total, en dépit des efforts déployés en fin de parcours par la BCE et les Banques centrales déjà familières des comptes financiers, c'est ce qu'il faut bien appeler un point noir dans l'harmonisation européenne de cet instrument qui subsistera lors de la parution, en 1999-2000, des premiers comptes de patrimoines financiers du SEC 95.

La reprise récente de la réflexion en France dans le cadre des travaux du Commissariat Général au Plan

8

La question de la comparabilité d'un pays à l'autre des nouveaux comptes financiers, et plus spécifiquement en leur sein des données sur les patrimoines en actions, va rapidement préoccuper en France les utilisateurs « naturels » de cet instrument.

Parmi eux, l'Observatoire de l'Épargne Européenne (OEE), dont la vocation principale est de promouvoir l'information et susciter des études sur le patrimoine financier et immobilier des ménages en Europe, sera en avril 2000 le premier à souligner⁹ l'hétérogénéité des données de stocks relatives aux actions non cotées dans les comptes du SEC 95, et n'hésitera pas, en dépit du biais très important que cette option radicale introduit dans l'appréhension du patrimoine des ménages, à recommander d'en faire purement et simplement abstraction lors des comparaisons de sa structure entre pays européens.

Au cours des premiers mois de l'année 2001, le Commissariat Général au Plan (CGP) lancera, dans le cadre du programme de travail qui lui a été assigné par le Premier ministre, une réflexion sur le thème du financement et des placements en actions, en France et en comparaison avec les principales économies des pays développés¹⁰. Cette réflexion va être alimentée, à partir de l'été 2001, par les travaux d'un certain nombre de groupes d'experts, encore en cours actuellement, avant de déboucher, au printemps prochain, sur la tenue d'un groupe de concertation avec les partenaires sociaux.



L'un de ces groupes d'experts est consacré à la question du capital en actions non cotées¹¹.

Son objectif est notamment de déterminer si la prise en compte de celui-ci est de nature à modifier le diagnostic d'un sous développement relatif en France de l'épargne des ménages investie en actions, diagnostic qui a reposé jusqu'à présent, faute de données comparatives fiables, sur leurs seuls investissements en actions de sociétés cotées.

Pour asseoir cette recherche, le CGP a d'ores et déjà financé ou cofinancé, en coopération avec la Banque de France, l'Insee et l'OEE, de nouvelles études visant à contourner les faiblesses en la matière des comptes de patrimoines du SEC 95¹². C'est notamment dans ce cadre que l'Observatoire des Entreprises de la Banque de France a accepté d'effectuer, pour les années 1998 et 1999 et sur un champ d'entreprises beaucoup plus vaste que lors de l'exercice initial, une actualisation du test statistique comparatif des méthodes de valorisation des actions non cotées, auquel il avait participé en 1998 à la demande du sous-groupe « Actions et autres participations » du SEBC, déjà évoqué.

C'est à une présentation des résultats de ce travail que sera consacrée la troisième partie de la présente contribution, après qu'auront été rapidement décrites dans une seconde partie les caractéristiques théoriques et pratiques des différentes méthodes concernées.

ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DE DIFFÉRENTES MÉTHODES DE VALORISATION DES ACTIONS NON COTÉES DANS LE CADRE DES COMPTES NATIONAUX

Les travaux menés en 1997 et 1998 dans le cadre du groupe de travail de la Banque centrale européenne évoqué ci-dessus ont notamment permis d'échanger entre délégués des États membres un certain nombre d'arguments sur les avantages et les inconvénients relatifs des méthodes qui ont alors paru envisageables pour valoriser les stocks d'actions non cotées dans le cadre des comptes nationaux.

On s'efforcera de donner ici un bref résumé de ces débats, qui ont été alimentés tout à la fois par des considérations théoriques, des aspects pratiques, ainsi que par l'examen des résultats obtenus dans le cadre d'un exercice test mené sur les données de trois pays. L'objectif assigné au groupe de travail était d'identifier la ou les méthodes les plus susceptibles de répondre à la demande encore largement pendante des utilisateurs qui est en général d'obtenir facilement des données économiquement interprétables et comparables d'un pays à l'autre. Pour ce faire, il est apparu utile de jauger les principales méthodes effectivement pratiquées ou envisageables dans les États membres selon cinq critères :

- la qualité des fondements théoriques auxquels on peut rattacher ces méthodes, et qui conditionne leur crédibilité auprès des utilisateurs ;



- leur facilité de mise en œuvre (inversement proportionnelle à la richesse des données nécessaires, ainsi, mais dans une moindre mesure, qu'à la sophistication et au volume des calculs), dont dépend bien évidemment la possibilité d'obtenir des résultats pour des pays dont les organisations et pratiques statistiques présentent encore des différences souvent marquées ;
- la facilité d'interprétation des résultats, notamment la variation de ces derniers, dans le temps ou selon les secteurs, qui doit pouvoir se rattacher à l'évolution de variables économiques pertinentes plutôt qu'à des effets statistiques propres aux populations considérées ;
- la comparabilité des résultats entre pays, notamment européens ;
- la conformité aux normes internationales de comptabilité nationale (norme européenne SEC 95 ou norme mondiale SCN 93), gage d'une légitimité facilitant notamment la diffusion de la méthode au sein d'un groupe de pays.

Ratio capitalisation/capital nominal (CCN)

Fondements théoriques : la méthode consiste à appliquer au capital nominal des sociétés non cotées le ratio capitalisation sur capital nominal observé pour les sociétés cotées. Elle repose sur l'hypothèse que ce ratio peut être extrapolé des secondes aux premières. Cette hypothèse est difficile à soutenir. On peut notamment observer que des opérations telles que l'incorporation de réserves au capital par attribution d'actions gratuites, a priori neutres sur la valeur de la société, ont mécaniquement un effet sur la valorisation obtenue par cette méthode. Les fondements théoriques sont donc très faibles.

Facilité de mise en œuvre : la méthode est relativement facile à mettre en œuvre, elle ne nécessite qu'un petit nombre de données agrégées, généralement aisément disponibles.

Pertinence des résultats : les valeurs obtenues sont généralement les plus élevées de l'ensemble des méthodes testées. On peut donc suspecter une tendance de la méthode à surestimer la valeur réelle des sociétés non cotées : il est vraisemblable que les sociétés cotées sont en moyenne plus anciennes que les sociétés non cotées, et/ou plus profitables, et qu'elles ont de ce fait pu accumuler plus de réserves en proportion de leur capital nominal. De plus, la volatilité des résultats est relativement forte, en tout cas supérieure à celle de la capitalisation, du fait de l'impact amplifié des variations de capital nominal, que ce soit dans les sociétés cotées ou non cotées, sur l'estimation de la valeur des sociétés non cotées.

Comparabilité entre pays : la comparabilité des résultats entre pays européens est mal assurée en raison de différences entre les réglementations comptables (certains pays acceptent d'incorporer certaines réserves



au capital, d'autre non) et dans les structures financières (existence de fonds de pension internes dans certains pays et pas dans d'autres).

Conformité aux normes internationales : relativement faible, il y a bien un lien établi avec la valeur des actions cotées, mais il n'y a aucune prise en compte des réserves constituées au sein des sociétés non cotées.

Fonds propres en valeur comptable (FPVC)

Fondement théorique : le montant des fonds propres en valeur comptable peut être considéré comme une approximation du coût de constitution de la société, ou du montant que rapporterait sa liquidation. Cette estimation pourrait être relativement exacte si les différents éléments de l'actif et du passif étaient enregistrés au bilan à leur valeur de marché. En général, tel n'est pas le cas, l'écart dépendant du contexte inflationniste, des modalités d'amortissement, des pratiques en matière de réévaluation... Par ailleurs, la méthode ne fait aucune référence aux prix des actions effectivement observés sur les marchés (cotés ou non) ou à leurs déterminants. Le fondement théorique reste donc faible. Il en irait sans doute autrement si on s'attachait à construire un agrégat de « fonds propres réels », calculé comme l'actif net des dettes d'un bilan établi en valeur de marché. La difficulté de cette dernière démarche réside notamment dans le fait que pour établir le bilan en valeur de marché il faudrait pouvoir disposer d'une estimation de la valeur des participations non cotées, ce qui constitue justement une partie du problème que l'on s'efforce de résoudre. On peut également observer que si les fonds propres comptables ne donnent pas forcément une évaluation exacte de la valeur d'une société, ils correspondent aux financements effectivement reçus des actionnaires, augmentés des bénéfices réinvestis.

Facilité de mise en œuvre : la méthode est facile à mettre en œuvre. Elle s'applique à des données agrégées et nécessite peu de variables (capital nominal et réserves des sociétés non cotées, aucune donnée pour les sociétés cotées). Il n'est pas nécessaire d'effectuer les calculs par secteurs d'activité.

Pertinence des résultats : les résultats obtenus par cette méthode sont les plus stables et le plus souvent les plus bas. On peut considérer qu'ils constituent une estimation minimale de la valeur des sociétés non cotées.

Comparabilité entre pays : la définition comptable des fonds propres est relativement homogène entre les pays de l'Union européenne. Des difficultés d'interprétation peuvent toutefois provenir de pratiques différentes en matière de réévaluation des bilans.

Conformité aux normes internationales : un certain nombre de prescriptions du SEC 95 font référence à l'utilisation des fonds propres pour

la valorisation des entités non cotées. Il est en particulier prescrit de retenir le montant des fonds propres comme valeur des quasi-sociétés. Cependant, la rédaction laisse à penser que sont ainsi visés les « fonds propres réels » plutôt que les fonds propres comptables. Par ailleurs, la méthode ne satisfait pas à la prescription d'évaluer les actions non cotées par référence à la valeur des actions cotées.

Ratio capitalisation/fonds propres en valeur comptable (CFPVC)

Fondement théorique : la méthode consiste à appliquer aux fonds propres des sociétés non cotées le ratio capitalisation sur fonds propres observé pour les sociétés cotées. Elle repose donc sur l'hypothèse de l'existence d'une relation entre la valeur de marché d'une société et le montant de ses fonds propres, relation qui peut être extrapolée des sociétés cotées aux sociétés non cotées. Le ratio ainsi construit peut être considéré comme un proxy du ratio q de Tobin, rapport entre la valeur de marché du capital et son coût de remplacement (si on admet que les fonds propres comptables constituent une approximation du coût de remplacement du capital). Le q de Tobin est généralement compris comme un déterminant du comportement d'investissement, mais il peut aussi être utilisé comme indicateur de la sur ou sous évaluation des marchés financiers, au motif qu'à long terme la concurrence doit égaliser le prix des entreprises à leur coût de création. Le fait d'utiliser un ratio de ce type pour déduire de la valorisation des sociétés cotées celles des sociétés non cotées repose sur l'hypothèse qu'à un moment donné, il y a dans l'économie (ou dans un secteur d'activité) une relative homogénéité des arbitrages entre investissement sur les marchés financiers et investissement dans la création ou le développement d'entreprises. Bien entendu l'intérêt théorique de la méthode CFPVC telle qu'elle peut être mise en œuvre en pratique est limité par le fait qu'elle utilise des fonds propres comptables et non pas un véritable coût de remplacement.

Facilité de mise en œuvre : la méthode CFPVC utilise un petit nombre de données agrégées pour les sociétés cotées et non cotées, qu'il est en général souhaitable de ventiler par secteur d'activité, elle est donc relativement facile à mettre en œuvre.

Pertinence des résultats : les résultats obtenus se situent en général dans la moyenne des différentes méthodes testées et sont relativement stables, en particulier, leur volatilité n'est pas significativement supérieure à celle des cours boursiers. La crédibilité de l'estimation de la valeur des sociétés non cotées d'un secteur donné dépend pour beaucoup des caractéristiques de l'échantillon des sociétés cotées de ce secteur. Si ces dernières sont trop peu nombreuses ou trop différentes par la taille, la structure ou les performances économiques, des sociétés non cotées, il est difficile d'accréditer les résultats obtenus.



Comparabilité entre pays : la comparabilité des résultats n'est pas totalement assurée. Outre d'éventuelles différences dans la réglementation des fonds propres (notamment existence de réserves de réévaluation), elle dépend des échantillons nationaux de sociétés cotées qui, par secteurs d'activité, peuvent avoir des caractéristiques très différentes dans les différents pays européens. Une solution à ce problème pourrait consister à estimer les valeurs des ratios sectoriels capitalisation/fonds propres sur la base d'échantillons européens, et non plus nationaux, de sociétés cotées.

Conformité aux normes internationales : il est généralement admis que la méthode CFPVC répond assez directement aux prescriptions du SEC 95.

Actualisation du résultat courant (ARC)

Fondement théorique : cette méthode, mise au point par la Banque d'Espagne, consiste à estimer la valeur de chaque entreprise non cotée en divisant une moyenne mobile pondérée de son résultat courant avant impôt par le taux d'intérêt à long terme courant. Il s'agit en fait d'une application du modèle traditionnel de valorisation d'une entreprise par la somme actualisée des profits attendus. La formule utilisée constitue une forme simplifiée du modèle théorique complet qui inclut un taux de croissance anticipé des profits et une prime de risque. On fait ainsi l'hypothèse que les effets de ces deux facteurs « oubliés » se compensent. Les profits anticipés sont estimés par la moyenne mobile des profits passés. Le taux d'actualisation est estimé par le taux d'intérêt à long terme courant.

Facilité de mise en œuvre : la méthode suppose de procéder à des calculs sur un grand nombre de données individuelles de comptes de résultats de sociétés non cotées. Outre l'accès à ce type de données, elle nécessite donc des développements informatiques significatifs.

Pertinence des résultats : appliquée, branche par branche, aux sociétés cotées, la méthode donne en général des résultats assez éloignés du montant effectif de la capitalisation. Les évaluations obtenues pour les sociétés cotées sont dans la moyenne des méthodes testées tant pour le niveau de la valorisation que pour sa variabilité.

Comparabilité entre pays : les éléments du compte de résultat utilisés dans les calculs sont relativement bien harmonisés en Europe. Les écarts de taux d'intérêt entre pays membres de l'Union monétaire et non-membres entraînent des disparités dans les valorisations.

Conformité aux normes internationales : la méthode répond à certaines prescriptions générales du SEC 95 (prise en compte de la valeur actuelle des revenus futurs). Elle ignore toutefois la prescription demandant que la valorisation des actions non cotées soit faite en référence à celle des actions cotées.

Ratio capitalisation/revenu courant (Price earning ratio - PER)

Fondement théorique : La méthode consiste à calculer, secteur par secteur, un PER des sociétés cotées en rapportant leur capitalisation à une moyenne mobile pondérée de leur revenu courant avant impôt. Le PER ainsi obtenu pour chaque secteur est ensuite appliqué à la variable de résultat courant de chacune des sociétés non cotées du secteur considéré. Cette méthode repose donc sur l'hypothèse que la valeur du rapport de la capitalisation boursière au revenu courant qui est observé pour les sociétés cotées peut être extrapolée aux sociétés non cotées. Le ratio observé pour les sociétés cotées prend en compte les anticipations relatives aux revenus futurs et à leur taux de croissance, ainsi que le taux d'actualisation utilisé par le marché (y compris une prime de risque). Les assises théoriques de cette méthode sont sans doute les plus solides de celles passées en revue ici.

Facilité de mise en œuvre : la méthode suppose de procéder à des calculs sur un grand nombre de données individuelles : comptes de résultats pour les sociétés cotées et non cotées, capitalisation boursière pour les sociétés cotées. C'est sans conteste celle dont la mise en œuvre est la plus lourde.

Pertinence des résultats : la volatilité des résultats est relativement élevée. Par ailleurs, les sociétés dont la variable de revenu courant n'est pas positive ne peuvent pas être couvertes par la méthode :

- les sociétés cotées avec une variable de revenu négative ne seront pas prises en compte pour le calcul du ratio ;
- les sociétés non cotées avec une variable de revenu négative seront valorisées à zéro.

Comme pour la méthode CFPVC, la qualité des résultats dépend des caractéristiques de l'échantillon de sociétés cotées disponibles pour le calcul du ratio.

Comparabilité entre pays : mêmes observations que pour la méthode ARC. Cependant, la comparabilité peut être affectée par l'hétérogénéité de développement des marchés financiers entre pays.

Conformité aux normes internationales : la méthode PER satisfait aux prescriptions du SEC 95 relatives à la prise en compte des revenus anticipés et à la référence à la valeur des sociétés cotées.

Essai de conclusion sur l'intérêt respectif des différentes méthodes

À l'exception de la méthode capitalisation/capital nominal qui ne présente aucun avantage particulier en regard de ses faiblesses, les différentes méthodes passées en revue ici ont en général un ou plusieurs points forts qui les distinguent les unes des autres. Le tableau ci-dessous s'efforce de résumer cette situation.

	Capitalisation/ Capital nominal	Fonds propres en valeur comptable	Capitalisation/ Fonds propres en valeur comptable	Actualisation du revenu courant	Capitalisation/ revenu courant (PER)
Fondement théorique	-	**	****	***	****
Facilité	****	****	***	**	*
Pertinence économique	*	**	****	***	**
Comparabilité	*	**	***	****	***
Conformité aux normes	*	**	****	**	****
Synthèse	*	**	****	***	***

On peut être tenté d'en tirer la conclusion qu'une seule méthode ne saurait suffire, que ce soit pour procéder à des comparaisons internationales ou, plus simplement, pour apprécier l'importance des actions non cotées dans l'ensemble des actifs financiers d'un pays donné. Les développements qui suivent en fournissent l'illustration dans le cas de la France.

COMPARAISON DES RÉSULTATS DE DIFFÉRENTES MÉTHODES D'ÉVALUATION

15

Les populations d'entreprises

Les estimations présentées reprennent les méthodologies déjà implémentées en 1998 sur les exercices comptables 1995 et 1996 pour le groupe européen, en les étendant aux secteurs NES 16. Les données utilisées sont celles du fichier comptable Fiben¹³ de la Banque de France. Celui-ci est quasiment exhaustif pour les firmes dont le chiffre d'affaires excède 5 millions de francs. Cependant, les secteurs EL, ER¹⁴ n'y sont que faiblement représentés, ils ont donc été exclus de l'estimation. Les résultats portent sur les années 1998 et 1999 mais, pour deux des méthodes (méthodes ARC et PER), les quatre années antérieures doivent être respectivement mobilisées.

Afin de capter le maximum de comptes d'entreprises tout en leur conservant une bonne mesurabilité, les exercices comptables retenus ont une durée comprise entre 6 et 18 mois. En conséquence pour les entreprises ayant une durée différente de 12 mois, les indicateurs de résultats sont redressés de la durée.

La difficulté de repérer l'ensemble des entreprises cotées en bourse avec la connaissance exacte de leur capitalisation boursière confère à l'estimation qui est présentée dans cet article un caractère provisoire. Néanmoins, le taux de couverture élevé, comparativement aux données

de l'Insee, du fichier d'entreprises utilisé garantit l'intérêt de cet exercice et des enseignements qui peuvent en être tirés.

Les évaluations ont été pratiquées, d'une part séparément sur chaque secteur de la NES16¹⁵, puis cumulées pour obtenir le « Total des secteurs » dans les tableaux n° 3, 4 et 5, d'autre part globalement sur l'ensemble des secteurs disponibles dont le résultat est présenté sur la ligne « Évaluation globale » dans les tableaux n° 3, 4 et 5. Dans cette évaluation il est souhaitable de retenir parmi les firmes non cotées des entreprises de typologie comparable aux firmes cotées. Pour approcher cette optique, les premières statistiques fournies portent sur les sociétés anonymes ou sociétés en commandite par actions (tableau n° 4). Puis un critère de taille a été ajouté à celui de la catégorie juridique. Cette taille a été définie en fonction du chiffre d'affaires (FL) afin d'être comparable à celle des entreprises cotées. Elle peut différer beaucoup d'un secteur à l'autre. La définition est fournie dans le tableau n° 1 et les résultats sont présentés au tableau n° 5.

Tableau n°1
Seuil de définition de la sous-population C des entreprises non cotées de taille comparable à celles des entreprises cotées

Secteur NES 16	Condition de taille
EB - Industries agricoles et alimentaires	4 500 M€ < FL *
EC - Industries de biens de consommation	2 500 M€ < FL
ED - Industrie automobile	15 000 M€ < FL
EE - Industries des biens d'équipement	1 000 M€ < FL
EF - Industries des biens intermédiaires	2 000 M€ < FL
EG - Énergie	100 000 M€ < FL
EH - Construction	20 000 M€ < FL
EJ - Commerce	1 000 M€ < FL
EK - Transports	3 000 M€ < FL
EM - Activités immobilières	3 000 M€ < FL
EN - Services aux entreprises	200 M€ < FL
EP - Services aux particuliers	1 500 M€ < FL

* FL : chiffre d'affaires hors taxes

Pour chaque secteur, dans la population totale E, sont distinguées : la population A des entreprises cotées ; la population B = (E - A) = entreprises non cotées SA ou en commandite par actions ; la population C des entreprises non cotées SA ou en commandite par actions répondant au critère de taille (tableau n° 1).

Les variables

Les bilans utilisés sont des bilans sociaux. Les travaux ont été menés par année civile. Un indicateur de redressement de durée comptable est calculé : $\text{redre} = 12/\text{durée}$.

Les variables et agrégats comptables retenus sont obtenus à partir de la liasse fiscale :

FL = FL x redre	chiffre d'affaires
CAPNOM = DA - CB - AA	capital nominal
FPROP = DL - DJ -DK - AA- AB -CB	fonds propres
GW = GW x redre	résultat courant avant impôt

Les méthodes

Deux types de méthodes ont été implémentées.

Méthodes utilisant la capitalisation boursière

Elles sont basées sur la définition d'un ratio de redressement calculé sur les entreprises cotées rapportant la capitalisation boursière à une autre grandeur :

CCN	capitalisation boursière/capital nominal
CFPVC	capitalisation boursière/fonds propres en valeur comptable
PER	capitalisation boursière/résultat courant (NOR _{tid}) ¹⁶

L'indicateur statistique utilisé pour ce ratio est soit le ratio moyen c'est-à-dire la moyenne pondérée par la variable du dénominateur, soit la moyenne arithmétique, soit la médiane. Chacune de ces méthodes consiste à calculer le produit de ce ratio par le cumul de la variable du dénominateur sur les firmes non cotées. On obtient donc les résultats :

CCN 1	CCN 2	CCN 3
CFPVC 1	CFPVC 2	CFPVC 3
PER 1	PER 2	PER 3

Les indices 1, 2, 3 correspondent respectivement à l'emploi du ratio moyen, de la moyenne, de la médiane.

Méthodes n'utilisant pas la capitalisation boursière

La première consiste simplement à calculer la somme des fonds propres en valeur comptable (FPVC) des entreprises non cotées. La deuxième est fondée sur l'actualisation du résultat courant (ARC) des entreprises non cotées en bourse, le résultat courant (désigné ci-après par le sigle NOR) étant lui-même défini comme une moyenne pondérée des résultats de l'année et des quatre années précédentes.

ARC est obtenu par $\frac{1}{r} \sum_i NOR_i$, calculée sur les entreprises i de la population concernée, où r est le taux d'intérêt des obligations d'État pour l'année t étudiée. En 1998, $r = 0,0391$; en 1999, $r = 0,0527$.

À la date t de l'estimation, par entreprise, on calcule :

$$NOR(t) = \frac{\sum_{n=t}^{t-4} GW(n) pres(n) w(n)}{\sum_{n=t}^{t-4} pres(n) w(n)}$$

où $\text{pres}(n)=1$ si l'information est présente, sinon $\text{pres}(n)=0$. Il est nécessaire que $\text{pres}(t) = 1$ pour que le NOR de l'entreprise soit calculé.

Une pondération annuelle $w(n)$ est appliquée qui surpondère les années récentes.

n :	t	t-1	t-2	t-3	t-4
w(n) :	5	4	3	2	1

Si on ne souhaite prendre en compte que les NOR positifs, la variable id est définie par : si $\text{NOR} > 0$ alors $\text{id} = 1$ sinon $\text{id} = 0$

Mode de comparaison entre les méthodes

Une hypothèse préside aux comparaisons entre les méthodes : la capitalisation boursière est la valorisation de référence des entreprises cotées. En tout cas c'est l'hypothèse adoptée par la comptabilité nationale. En conséquence, l'évaluation des actions des firmes non cotées doit reposer sur la méthode qui approche au mieux la capitalisation boursière pour les entreprises cotées.

La méthode CCN, mettant en jeu le capital nominal, était utilisée par la comptabilité nationale en France en base 80. Étant donné les valeurs très élevées, sans doute surévaluées, qu'elle fournissait, elle a été abandonnée au profit de la méthode utilisant les fonds propres, méthode CFPVC pour la base 95. En conséquence, les résultats de la méthode CCN ne seront pas présentés dans les tableaux de résultats.

Un premier contrôle consiste à examiner les résultats de ces méthodes appliquées aux entreprises cotées elles-mêmes et à les confronter à la capitalisation boursière (tableau n° 3). Ensuite elles sont appliquées aux entreprises non cotées qui sont des sociétés anonymes ou en commandite par actions (population B présentée au tableau n° 4). Enfin, l'effet de la restriction de la population précédente à une taille comparable à celle des firmes cotées est examiné sur l'année 1999 (population C présentée au tableau n° 5).

Les premières méthodes reposent implicitement sur l'idée qu'une corrélation existe entre la grandeur du dénominateur du ratio de redressement et la capitalisation boursière. Cependant la dispersion des données individuelles (tableau n° 2) remet quelque peu en cause cette assertion. Par ailleurs, les valeurs du ratio de redressement calculées en ratio moyen, en moyenne des ratios individuels et en médiane des ratios individuels peuvent être très différentes. En particulier, la moyenne est très instable, car elle est influencée par les éventuelles valeurs extrêmes. Dans les comparaisons européennes pratiquées en 1998 aucune méthode de nettoyage ou redressement de valeurs extrêmes du type windzoration n'avait été retenue, il a été fait de même dans la présente estimation. Par exemple, pour illustrer cet inconvénient, il faut noter que, parmi les secteurs étudiés, les industries des biens d'équipement (EE) ont une moyenne CFPVC2

négative, due à ce qu'au moins une entreprise cotée importante a des fonds propres négatifs. Ces constats ont conduit à écarter l'indicateur en moyenne de l'analyse de résultat.

Tableau n°2
Quantiles des ratios et variables intervenant dans les estimations
sur la population des entreprises cotées en 1999
(en millions d'euros)

	N ^{bre}	Min.	1 %	10 %	25 %	50 %	75 %	90 %	99 %	Max.
CFPVC	653	-907,3	-1,4	0,7	1,3	2,4	4,8	9,6	40,7	95,2
PER	530	0	4,5	7,7	12,7	25,1	57,6	157,2	1 729,2	8 136,1
Fonds propres	653	-46 405	-8 778	5 227	10 006	27 989	108 792	568 529	8 203 307	62 475 422
NOR	653	-203 515	-21 514	-1 673	341	2 254	9 425	42 052	594 046	3 820 383
NOR.id	653	0	0	0	341	2 254	9 425	42 052	594 046	3 820 383

Les résultats

Étant donné les constats du paragraphe consacré au mode de comparaisons entre les méthodes, la comparaison se concentre sur les résultats : CFPVC1, CFPVC3, PER1, PER3, ARC1 et fonds propres.

Application des méthodes aux entreprises cotées

La capitalisation boursière totale du fichier étudié s'établit en 1999 à 1 113 209 millions d'euros, tandis qu'elle était en 1998 de 644 567 millions d'euros, soit une progression de 72,7 %. Ceci retrace l'envolée des cours de bourse constatée entre 1998 et 1999 et les nouvelles introductions dans cette période sans toutefois le rendre avec exactitude étant donné la non exhaustivité du fichier. Pour les firmes cotées en bourse en 1999 la capitalisation boursière de EN représente 75 % du total et celle du sous-secteur des holdings (secteur 741J) 57,3 % du total. En 1998 ces chiffres s'établissent respectivement à 65 % et 50 %.

Pour les entreprises cotées en bourse en 1999, les fonds propres cumulés par secteur s'écartent très sensiblement de la capitalisation boursière elle-même cumulée par secteur (2 dernières colonnes du tableau n° 3). Dans la plupart des cas les fonds propres sont proches de la moitié de la capitalisation boursière. Ils représentent même beaucoup moins dans les secteurs EC, EH, EN et EP. Sur l'ensemble des secteurs il en est de même du fait de l'influence prépondérante de EN où figurent les holdings (secteur 741J). Ces constats se retrouvent en 1998.

Par construction la méthode CFPVC1 donne exactement la capitalisation boursière des firmes cotées.

La méthode CFPVC3 reposant sur la médiane des ratios individuels donne des résultats sensiblement différents de CFPVC1 dans les sec-

teurs où les fonds propres se concentrent sur quelques entreprises à forte capitalisation boursière comparativement à leurs fonds propres. Le ratio de redressement calculé en ratio moyen est alors très supérieur à la médiane¹⁷. Tel est le cas des secteurs EC, EF, EG et EP où CFPVC3 est très inférieur à CFPVC1. Cependant au niveau global la différence est moins flagrante étant donné que dans le secteur EN le décalage entre ces deux résultats est moins important.

La méthode ARC1 a pour but d'approcher la somme actualisée des résultats futurs. Elle est évaluée par la somme pondérée des résultats des cinq dernières années connues rapportée au taux d'intérêt des obligations d'État pour l'année présente. Dans le cumul par secteur, seuls sont retenus les montants positifs de NOR. Cependant, les statistiques du tableau n° 2 montrent que plus de 10 % des entreprises cotées ont un NOR négatif qui se concentrent dans les secteurs EB, EC, EE, EF, EJ, EN, EP. La méthode ARC n'utilise donc qu'une partie des entreprises, celles à NOR positif. Par ailleurs elle est sensible aux variations du taux d'intérêt des obligations d'État, celui-ci a augmenté de 36 % entre 1998 et 1999.

Les méthodes PER utilisent un ratio de redressement où la variable comparée à la capitalisation boursière est le NOR, pour les firmes à NOR positif. PER1 n'apparaît pas trop éloigné de CFPVC1 sauf dans EE en 1999 et 1998, EG et EH en 1998.

Les différences constatées entre CFPVC1 et CFPVC3, se retrouvent entre PER1 et PER3 sur les secteurs EC, EF, EG et EP en 1999 et 1998, auxquels s'ajoute EJ en 1999. Les raisons en sont analogues. Cependant, au niveau de l'ensemble des secteurs, les écarts sont plus accentués : PER3 valant la moitié de PER1 en 1999 et les 64 % en 1998 tandis que CFPVC3 représente environ 70 % de CFPVC1 les deux années.

En 1999 CFPVC1 et PER1 sont proches par secteur, comme globalement, tandis qu'en 1998 une différence sensible existe dans les secteurs EG et EH, ce qui affecte aussi un peu le niveau global (PER1 = 88 % de CFPVC1). Entre CFPVC3 et PER3 les différences sont plus importantes.

En notant CB la capitalisation boursière pour les évaluations globales les inégalités suivantes peuvent être établies :

1999 $CB = CFPVC1 \approx PER1 > CFPVC3 > PER3 > ARC1 \approx$ fonds propres

1998 $CB = CFPVC1 > PER1 > CFPVC3 > ARC1 > PER3 >$ fonds propres

L'ordre est légèrement bouleversé entre 1998 et 1999, mais surtout les proximités en 1999 de CFPVC1 et PER1 d'une part, et, ARC1 et fonds propres d'autre part ne se retrouvent pas en 1998 :

PER1 / CFPVC1 vaut 97 % en 1999 et 88 % en 1998

Fonds propres / ARC1 vaut 84 % en 1999 mais 53 % en 1998.

Néanmoins, en 1999 les corrélations des données sectorielles pour ARC1 et fonds propres, pour fonds propres et capitalisation boursière,

et pour ARC1 et capitalisation boursière sont toutes de 0,99. De même pour 1998.

Tableau n°3
Application des différentes méthodes aux entreprises cotées
population A (en millions d'euros)

1999

	CFPVC1	CFPVC3	ARC1	PER1	PER3	Fonds propres	Capitalisation boursière
EB	9 047	9 217	14 322	8 781	8 852	5 372	9 047
EC	62 205	9 719	16 172	61 550	12 913	6 434	62 205
ED	17 939	20 941	20 250	17 939	11 651	9 740	17 939
EE	16 539	18 935	15 786	10 922	11 232	8 392	16 539
EF	30 374	16 595	17 107	28 163	10 975	8 350	30 374
EG	54 621	26 852	11 952	54 167	6 648	15 149	54 621
EH	1 441	1 124	1 219	1 441	1 322	387	1 441
EJ	20 165	28 353	13 697	20 097	10 717	10 795	20 165
EK	5 037	6 859	3 463	4 757	3 501	3 195	5 037
EM	9 886	9 102	4 517	9 051	5 621	5 437	9 886
EN	835 570	716 128	261 464	814 329	576 404	249 015	835 570
<i>-dont 741 J Holding</i>	<i>638 086</i>	<i>491 065</i>	<i>177 463</i>	<i>619 904</i>	<i>363 520</i>	<i>225 955</i>	<i>638 086</i>
EP	50 385	29 289	13 134	47 670	16 529	7 231	50 385
Total des secteurs	1 113 209	893 114	393 083	1 078 867	676 365	329 497	1 113 209
Évaluation globale ¹⁸	1 113 209	778 709	393 083	1 078 867	520 231	329 497	1 113 209

1998

	CFPVC1	CFPVC3	ARC1	PER1	PER3	Fonds propres	Capitalisation boursière
EB	10 761	9 051	18 460	10 638	10 096	5 514	10 761
C	45 653	9 471	20 360	44 859	11 507	5 807	45 653
ED	15 526	22 029	16 893	15 526	11 191	10 514	15 526
EE	13 846	14 633	14 944	7 601	6 319	6 859	13 846
EF	24 491	12 207	20 115	24 197	9 841	7 444	24 491
EG	62 876	36 589	10 706	27 472	5 418	20 362	62 876
EH	5 626	5 114	1 841	1 045	935	1 769	5 626
EJ	14 375	24 816	19 021	14 194	13 171	10 399	14 375
EK	1 192	1 279	1 113	1 074	741	650	1 192
EM	7 665	7 708	5 845	6 795	6 123	5 137	7 665
EN	419 437	319 020	289 137	394 037	407 750	148 907	419 437
<i>-dont 741 J Holding</i>	<i>326 738</i>	<i>228 465</i>	<i>192 687</i>	<i>302 666</i>	<i>258 627</i>	<i>130 134</i>	<i>326 738</i>
EP	23 119	19 058	15 251	20 794	14 507	6 493	23 119
Total des secteurs	644 567	480 975	433 686	568 232	497 599	229 855	644 567
Évaluation globale	644 567	460 061	433 686	568 232	364 341	229 855	644 567

Source : Banque de France (Fichier comptable Fiben) et Euronext

Réalisation : Banque de France - Observatoire des entreprises

EA Agriculture, sylviculture, pêche

EB Industries agricoles et alimentaires

EC Industries de biens de consommation	ED Industrie automobile
EE Industries des biens d'équipement	EF Industries des biens intermédiaires
EG Énergie	EH Construction
EJ Commerce	EK Transports
EN Services aux entreprises	EM Activités immobilières
EQ Éducation, santé, action sociale	EP Services aux particuliers

Rappel : EL (activités financières) et ER (administration) sont exclus de cette évaluation.

Évaluation des actions des entreprises non cotées

Les résultats concernant les sociétés anonymes non cotées sont présentés dans le tableau n° 5. Les lignes « Total des secteurs » et « Évaluation globale » diffèrent puisque les secteurs EA et EQ ne sont pris en compte que dans la deuxième. Néanmoins elles diffèrent peu sauf pour PER1 et PER3 en 1999. Ainsi pour les méthodes CFPVC1, CFPVC3 et ARC1, l'évaluation par secteur NES16, puis le cumul de ces résultats, différerait peu de l'évaluation faite directement sur l'ensemble. Cependant, les résultats par secteur présentent des hiérarchies variables.

Hiérarchie entre les méthodes pour l'évaluation globale en 1999 (montant en millions d'euros)

PER1 >>	CFPVC1 ≈	PER3 >	ARC1 >	CFPVC3 >>	FP
3 468 868	1 705 994	1 673 099	1 264 192	1 193 366	504 961

Hiérarchie entre les méthodes par secteur en 1999

EB	ARC1	>	PER3	≈	PER1	>	CFPVC3	≈	CFPVC1	>>	FP
EC	PER1	>>	CFPVC1	>>	ARC1	>	PER3	>	CFPVC3	>	FP
ED	ARC1	>	PER1	>	PER3	>	CFPVC3	>	CFPVC1	>>	FP
EE	ARC1	>	PER3	>	PER1	>	CFPVC3	>	CFPVC1	>>	FP
EF	PER1	>>	CFPVC1	>	ARC1	>	CFPVC3	≈	PER3	>>	FP
EG	PER1	>>>	CFPVC1	>	ARC1	>	PER3	≈	CFPVC3	>	FP
EH	PER1	>	PER3	≈	CFPVC1	>	ARC1	>	CFPVC3	>>	FP
EJ	PER1	>>	ARC1	>	PER3	>	CFPVC3	>	CFPVC1	>>	FP
EK	PER1	>	PER3	>	ARC1	>	CFPVC3	>	CFPVC1	>	FP
EM	PER1	>	CFPVC1	>	CFPVC3	≈	PER3	>	ARC1	>	FP
EN	PER1	>	CFPVC1	≈	PER3	>	CFPVC3	>>	ARC1	>>>	FP
<i>dont :</i>											
741J	PER1	>	CFPVC1	>	ER3	>	CFPVC3	>>	ARC1	>	FP
EP	PER1	>>	CFPVC1	>	PER3	>	ARC1	>	CFPVC3	>>>	FP

En 1999 les secteurs qui ont le plus de fonds propres sont dans l'ordre EN (47,6 % du total), EF (12 %) et EJ (11,7 %), à eux trois ils représentent 71,3 % des fonds propres totaux des sociétés anonymes non cotées en bourse. Ces proportions sont voisines en 1998 avec respectivement 45,2 %, 12,8 % et 12,2 % des fonds propres, soit

70,2 % en tout. Les secteurs prépondérants pour la variable NOR sont EN (28,4 %), EJ (19,5 %), EF (14,8 %), EC (8,8 %) qui représentent 68,5 % du total. Ces proportions s'établissent en 1998 respectivement à 25,1 %, 20 %, 16 %, 9,3 %, soit 70,4 % en tout. La hiérarchie entre les méthodes dans l'évaluation globale résulte donc essentiellement de ces secteurs.

En 1998, ARC1 arrive en tête dans davantage de secteurs qu'en 1999 (EJ, EE, EB pour les plus importants) et CFPVC1 arrive en tête pour le secteur EN, mais seulement de peu devant PER1.

Au niveau global, cela explique le fait que ARC1 soit en deuxième place.

Hiérarchie entre les résultats pour l'évaluation globale en 1998 (montant en millions d'euros)

PER1 >	ARC1 >	CFPVC1 >	PER3 >	CFPVC3 >>	FP
1 958 961	1 493 998	1 308 792	1 255 980	934 102	466 705

Concernant les méthodes n'utilisant pas la capitalisation boursière, la corrélation linéaire de ces résultats par secteurs est un peu plus faible que pour les firmes cotées :

corr (ARC1, fonds propres) = 0,88 en 1999 et 0,87 en 1998.

Sur les évaluations globales, les fonds propres des sociétés anonymes ou en commandite par actions non cotées en bourse représentent par rapport aux fonds propres des entreprises cotées 153 % en 1999, et 203 % en 1998. Par construction ces pourcentages sont aussi ceux qui relient les évaluations de CFPVC1 et CFPVC3 sur ces deux types de sociétés.

Établissant les mêmes comparaisons sur le NOR l'importance économique des firmes non cotées apparaît notable : le NOR des sociétés anonymes non cotées représentait, en 1999, 322 % de celui des firmes cotées et, en 1998, 344 %. Là encore, ces mêmes pourcentages mesurent le rapport entre les sociétés anonymes non cotées et les entreprises cotées en bourse pour les résultats de PER1 et PER3.

Enfin une dernière remarque doit être faite concernant l'intérêt de restreindre les sociétés anonymes non cotées par un niveau de chiffre d'affaires minimum décrit dans le tableau n° 1. Dans le tableau n° 5, les résultats pour 1999 montrent que le niveau de fonds propres est relativement proche sauf pour EH et EM où l'effet est néanmoins mineur, et surtout EN où ils sont divisés par 2. C'est donc une erreur de restreindre la taille par le chiffre d'affaires dans ce secteur où figurent les holdings. Ainsi, pour faciliter la collecte des bilans nécessaires au calcul, un seuil minimal de chiffre d'affaires peut être retenu sauf dans les holdings où toutes les firmes doivent participer au calcul.

Tableau n°4
Évaluation de la valeur des actions des entreprises non cotées
Sociétés anonymes ou en commandite par actions
 Population B (en millions d'euros)
1999

	CFPVC1	CFPVC3	ARC1	PER1	PER3	Fonds propres
EB	34 586 35	236	75 329	46 186	46 560	20 539
EC	251 654	39 321	110 874	421 979	88 534	26 030
ED	13 648	15 932	31 129	25 577	17 910	7 410
EE	41 565	47 588	87 806	60 753	62 476	21 091
EF	221 232	120 870	187 266	308 287	120 137	60 822
EG	36 141	17 767	34 059	154 354	18 945	10 023
EH	28 290	22 062	26 607	31 438	28 848	7 613
EJ	110 127	154 841	246 495	361 67	192 862	58 956
EK	11 674	15 895	28 367	38 960	28 680	7 404
EM	63 542	58 502	46 839	93 843	58 288	34 946
EN	805 797	690 611	359 046 1	118 248	791 527	240 142
<i>dont 741 J Holding</i>	<i>577 471</i>	<i>444 416</i>	<i>246 142</i>	<i>859 811</i>	<i>504 205</i>	<i>204 491</i>
EP	45 446	26 417	28 097	101 974	35 360	6 522
Total des secteurs	1 663 702	1 245 042	1 261 914	2 763 270	1 490 127	501 498
Évaluation globale	1 705 994	1 193 366	1 264 192	3 468 868	1 673 099	504 961

24

1998

	CFPVC1	CFPVC3	ARC1	PER1	PER3	Fonds propres
EB	34 586 35	236	75 329	46 186	46 560	20 539
EB	39 035	32 831	94 470	54 442	51 669	20 002
EC	193 283	40 100	139 199	306 683	78 674	24 587
ED	14 296	20 284	25 905	23 809	17 162	9 681
EE	45 169	47 738	110 325	56 119	46 650	22 376
EF	196 634	98 006	238 545	286 956	116 703	59 767
EG	25 451	14 811	32 630	83 729	16 513	8 242
EH	21 156	19 232	30 931	17 568	15 709	6 654
EJ	78 806	136 049	298 593	222 815	206 756	57 008
EK	18 093	19 427	41 944	40 477	27 941	9 876
EM	42 784	43 022	45 163	52 502	47 309	28 670
EN	594 392	452 089	397 370	541 537	560 383	211 019
<i>dont 741 J Holding</i>	<i>446 142</i>	<i>311 956</i>	<i>267 808</i>	<i>420 663</i>	<i>359 455</i>	<i>177 691</i>
EP	19 741	16 274	38 657	52 709	36 772	5 545
Total des secteurs	1 288 840	939 863	1 493 732	1 739 346	1 222 241	463 427
Évaluation globale	1 308 792	934 102	1 493 998	1 958 961	1 255 980	466 705

Source : Banque de France - Fichier comptable Fiben

Réalisation : Banque de France - Observatoire des entreprises

Tableau n°5
Évaluation de la valeur des actions des entreprises non cotées
Sociétés anonymes ou en commandite par actions dont la taille
satisfait aux critères du tableau n°1
Population C (en millions d'euros)

1999

	CFPVC1	CFPVC3	ARC1	PER1	PER3	Fonds propres
EB	34 586 35	236	75 329	46 186	46 560	20 539
EB	33 199	33 823	73 179	44 867	45 231	19 715
EC	234 490	36 639	104 719	398 554	83 619	24 254
ED	12 681	14 803	29 903	26 491	17 204	6 884
EE	41 347	47 339	87 460	60 513	62 230	20 981
EF	213 955	116 894	182 144	299 855	116 852	58 822
EG	30 934	15 207	28 224	127 911	15 699	8 579
EH	11 502	8 970	9 416	11 125	10 209	3 095
EJ	107 015	150 465	243 318	357 010	190 376	57 290
EK	9 988	13 600	25 170	34 570	25 448	6 335
EM	43 836	40 359	32 408	64 930	40 329	24 108
EN	434 235	372 163	244 602	761 813	539 232	129 410
<i>dont 741 J Holding</i>	<i>271 645</i>	<i>209 055</i>	<i>135 305</i>	<i>472 640</i>	<i>277 162</i>	<i>96 193</i>
EP	37 826	21 988	26 060	94 582	32 796	5 429
Total des secteurs	1 211 008	872 250	1 086 603	2 282 221	1 179 225	364 902
Évaluation globale	1 232 832	862 382	1 076 718	2 954 452	1 424 987	364 909

Source : Banque de France - Fichier comptable Fiben

Réalisation : Banque de France - Observatoire des entreprises

Au total, l'exercice qui vient d'être présenté apporte des éléments d'appréciation intéressants sur les *niveaux absolus de valorisation* obtenus par certaines méthodes (par référence à la capitalisation boursière), sur le *positionnement relatif* de l'ensemble des méthodes recensées ainsi que sur les avantages et inconvénients des diverses *options de traitement statistique*.

En termes de niveaux absolus de valorisation, les seules investigations possibles portaient sur les méthodes ne faisant pas appel à la capitalisation boursière des sociétés cotées (fonds propres en valeur comptable, actualisation du résultat courant), méthodes dont l'exercice sous revue permet d'apprécier la qualité en tant qu'estimateurs de cette variable. Les résultats, très médiocres, obtenus dans les deux cas, sont conformes à l'intuition s'agissant des fonds propres comptables, compte tenu de l'inertie de cette grandeur face à « l'exubérance » des marchés boursiers. S'agissant de l'actualisation du résultat courant, ils proviennent vraisemblablement pour une part de la spécification assez grossière retenue pour



la formule de calcul. Ce point sera d'ailleurs revu dans les futurs travaux du Plan.

En termes de positionnement relatif des différentes méthodes, le présent exercice paraît confirmer les résultats observés dans l'exercice test BCE, sur la période 1992-1996 mais pour un nombre très restreint de secteurs, où la méthode Base 95 (CFPVC) et l'actualisation du résultat courant se situaient déjà en position moyenne par rapport aux fonds propres comptables et aux PER. Si ceci incite à considérer ces deux approches comme des mesures « raisonnables » de la valeur des sociétés non cotées, ces premiers résultats gagneront à être confirmés sur des périodes d'observation plus longues.

Enfin, sur le plan des options statistiques testées dans cette étude, on retiendra que, de manière assez inattendue, le choix d'un calcul par secteur plutôt que global, de même que l'application d'un critère de taille minimale pour les sociétés non cotées, n'ont pas sur les deux années étudiées d'incidence marquée sur le niveau et la variabilité des résultats obtenus. Toutefois, il serait sans doute prématuré d'en conclure que ces raffinements pourront systématiquement être négligés à l'avenir.

Au terme de ce survol rapide du dossier de la valorisation des sociétés non cotées dans l'Union européenne et en France, on peut tenter d'ébaucher quelques perspectives pour le proche avenir.

Au plan européen, la disponibilité de données macrofinancières comparables d'un pays à l'autre et, à partir de celles-ci, la construction de comptes financiers agrégés ou consolidés de la zone, dépendent non seulement de l'adoption d'une méthodologie commune, objectif atteint avec le SEC 95, mais aussi d'un effort d'harmonisation dans la mise en œuvre des sources statistiques primaires, effort qui est resté jusqu'ici très limité faute de moyens de coordination suffisants au niveau des instances européennes.

À cet égard, l'exemple des patrimoines en actions non cotées illustre à quel point une absence de concertation au moment requis peut s'avérer difficile à corriger par la suite. Ainsi, en dépit des travaux effectués en 1998 dans le cadre du SEBC, et d'initiatives plus récentes menées au niveau d'Eurostat¹⁹, il est à craindre qu'on ne puisse observer de progrès significatifs sur cette question avant la réouverture par les pays concernés de l'ensemble de leurs séries de comptes financiers, dans le cadre de la prochaine actualisation du SEC.

L'élaboration d'un échantillon européen de sociétés cotées, déjà suggérée par le rapport du groupe BCE, pourrait permettre à cette occasion de pallier l'insuffisante représentativité de certains marchés



boursiers nationaux, obstacle à l'application par nombre d'États membres de la méthode de valorisation des actions non cotées recommandée par le SEC 95.

Dans le cas français, la conformité à cette méthode des comptes de patrimoines récemment publiés, favorisée comme on l'a vu par l'expérience accumulée antérieurement et par la richesse de nos bases de données, ne devrait pas faire obstacle à la poursuite de la réflexion.

Parmi les voies de recherche actuellement explorées dans le cadre des travaux du Plan, on peut notamment citer l'extension aux Sociétés à responsabilité limitée (SARL) des méthodes d'évaluation en prix de marché, ainsi que l'application de méthodes de valorisation spécifiques, fondées sur les comptes consolidés, aux sociétés non cotées faisant partie d'un groupe.

Ces recherches, si elles devraient être fort utiles pour alimenter la réflexion actuelle du Plan sur les financements et les placements en actions, auront également vocation à être reprises d'ici quelques mois dans le cadre des travaux de préparation de la prochaine base française de comptes nationaux.

NOTES

1. De 70% à 80% du montant des fonds propres des sociétés de capitaux est représenté en France par des actions non cotées. Celles-ci sont détenues à raison d'un tiers environ par les ménages, dont elles représentent dans la période récente, et selon le mode de valorisation prescrit par le SEC 95, de l'ordre de 30 % du total des actifs financiers.
2. Montant total des actions françaises cotées sur le premier, le second et le nouveau marché, valorisées à leur cours du jour, publié périodiquement par Euronext.
3. Dans le cas français, les « Autres participations » comprennent notamment les parts de SARL et les fonds propres des entreprises publiques ayant le statut d'EPIC.
4. Qui sera le seul pays dont la délégation sera composée à la fois d'un représentant de la Banque centrale et d'un représentant de l'Institut national de statistique.
5. Devenu, après la création de la BCE mi 1998, le Statistical Committee, le WGS aura également travaillé très tôt sur l'harmonisation des balances des paiements et des statistiques économiques utiles pour la politique monétaire, mais avec un calendrier moins contraignant que pour les statistiques monétaires proprement dites.
6. Instance rebaptisée MUFA Working Group après la création de la BCE.
7. À la différence de leur simple agrégation, la consolidation des comptes financiers nationaux, sur le champ de la zone euro ou de l'Union européenne, implique au niveau de chacun de ces comptes la disponibilité d'une information considérablement enrichie, portant sur la ventilation par secteurs institutionnels des opérations effectuées avec les non-résidents ressortissants des pays de la zone concernée. C'est ainsi qu'un crédit d'une banque française à une entreprise résidant en Allemagne, jusqu'à présent classé dans les comptes français, sans autre précision, comme une opération au passif du secteur « Reste du monde », devra être identifié très précisément pour pouvoir être reclassé au passif du secteur « sociétés non financières » dans les comptes financiers consolidés de la zone euro ou de l'Union européenne. Ceci explique qu'en dépit de leur grand intérêt pour l'analyse économique, de tels comptes ne puissent être réalisés dans l'immédiat.

8. Créé par une décision du Conseil des communautés européennes du 25 février 1991, le Comité des statistiques monétaires, financières et de balance des paiements (CMFB) est une instance consultative chargée, dans ces trois domaines, d'assurer le lien entre, d'un côté, la Commission et les Instituts nationaux de statistique et, de l'autre, l'IME (aujourd'hui la BCE) et les Banques centrales nationales. Il jouera pendant toute la période de préparation à l'euro, et encore aujourd'hui, un rôle précieux dans le traitement des questions statistiques d'intérêt commun pour ces différentes institutions.

9. Cf. Lettre de l'OEE n°2, avril 2000, « Valuation methods of non-listed equities in Europe », sous la signature d'A. Babeau. Cet article relèvera cependant la bonne qualité à cet égard des données françaises, qui ont été élaborées en collaboration entre la Banque de France et l'Insee dans le respect des prescriptions du SEC 95.

10. Thème sur lequel le CGP avait déjà travaillé à l'occasion de l'élaboration du Rapport sur les perspectives de la France (publié en juillet 2000) mais s'était heurté aux difficultés statistiques de comparaison internationale des patrimoines en actions.

11. Quatre autres groupes d'experts traitent actuellement en parallèle les thèmes suivants : « Statistiques des entreprises », « rentabilité et risques du nouveau régime de croissance », « actionnariat populaire et actionnariat salarié », « mondialisation et recomposition du capital en Europe ».

12. Cf. dans ce même numéro la contribution de M. Dietsch et L. Weill : « L'évaluation des fonds propres des sociétés non cotées ».

13. Fiben = Fichier bancaire des entreprises.

14. EL = Activités financières - ER = Administration.

15. Dans les secteurs EA et EQ aucune entreprise cotée n'est présente dans le fichier comptable Fiben pour les années observées, les estimations par secteur NES 16 les excluent donc tandis que dans l'estimation globale ces 2 secteurs participent par leurs entreprises non cotées.

16. Pour la définition du résultat courant (NOR) cf. infra : méthode ARC

17.

	Ratio de redressement	
	Ratio moyen	Médiane
EC	9,7	1,5
EF	3,6	2,0
EG	3,6	1,8
EP	7,0	4,1

18. L'évaluation globale porte ici sur les mêmes entreprises que le total des secteurs où ne figurent pas EA et EQ puisque ces 2 secteurs n'ont pas d'entreprises cotées dans Fiben. En conséquence, les totaux de variables et les résultats utilisant le ratio moyen sont identiques pour ces 2 lignes. Par contre les résultats utilisant la médiane diffèrent.

19. Une *task-force* dépendant du Groupe « Comptes financiers » d'Eurostat s'est penchée de nouveau sur la question des actions non cotées au cours de l'année 2001, sans aboutir, semble-t-il, à des évolutions notables de la part des pays ne respectant pas jusqu'à présent le SEC 95.