

Révision de la méthode d'évaluation des actions non cotées et des autres participations dans les comptes financiers

1. Introduction

Un ajustement méthodologique relatif à l'évaluation de l'encours des actions non-cotées émises par les sociétés non financières et par le reste du monde a été réalisé dans les comptes financiers.

Ces actions étaient auparavant évaluées à la valeur des capitaux propres. Le système européen des comptes (SEC 1995) requiert toutefois que celles-ci soient évaluées à la valeur de marché. C'est pourquoi l'encours des actions non cotées émises par les sociétés non financières et par le reste du monde a été réévalué. Un certain nombre d'autres adaptations méthodologiques ont été apportées au niveau des actions non cotées et des autres participations. Cette révision a une incidence sur les tableaux relatifs aux comptes financiers du chapitre 12 " Comptes nationaux financiers de la Belgique ", sur les tableaux 15.3 à 15.6 ayant trait aux actifs financiers des sociétés non financières et des particuliers et sur les tableaux 16.1.3 et 16.1.4 relatifs aux engagements incombant aux sociétés non financières.

2. La valeur de marché des actions non cotées

Le SEC 1995 distingue trois types d'actions¹, à savoir les actions cotées, les actions non cotées et les autres participations. Les actions cotées couvrent les actions faisant l'objet d'une cotation sur une bourse officielle ou sur un marché secondaire. Les actions non cotées ne font pas l'objet d'une cotation mais sont en principe facilement négociables. En Belgique, ces actions sont principalement émises par les sociétés anonymes (SA). Tous les types de participations qui n'appartiennent pas aux deux catégories précitées font partie des autres participations. Il s'agit en l'occurrence essentiellement de participations moins facilement négociables et qui sont représentatives du capital de sociétés de personnes, telles que les sociétés privées à responsabilité limitée (SPRL) et les sociétés coopératives à responsabilité limitée (SCRL).

Ces trois catégories d'actions sont évaluées différemment². L'encours des actions cotées est déterminé sur la base des cours boursiers représentatifs, c'est-à-dire la valeur de marché, à la fin de la période considérée. Les actions non cotées doivent, selon le SEC 1995, également être évaluées à la valeur de marché. Cette valeur doit être calculée d'après celle des actions qui sont cotées en bourse. Enfin, les autres participations doivent être évaluées à la valeur des capitaux propres (ou au moyen du calcul de l'actif net).

1. Cf. le [système européen des comptes 1995 \(SEC 1995\)](#), §5.86-5.95.

2. Cf. le [système européen des comptes 1995 \(SEC 1995\)](#), §7.52-7.56.

2.1 Passif

Les actions non cotées émises par les sociétés non financières¹ et par le reste du monde étaient jusqu'à présent évaluées dans les comptes financiers à la valeur des capitaux propres inscrits au bilan de l'entreprise. Afin d'estimer la valeur de marché des actions non cotées, le SEC 1995 préconise une méthode fondée sur le ratio de capitalisation. Ce ratio est le quotient de la valeur de marché des actions cotées par celle des capitaux propres correspondants. Il est multiplié par la valeur des capitaux propres des actions non cotées pour obtenir leur valeur de marché. Il convient toutefois de tenir compte du secteur dans lequel l'entreprise est active et des différences possibles en matière de liquidité.

Les recommandations d'un groupe de travail européen, institué par Eurostat, ont été suivies afin de mettre cette méthode en pratique. Les ratios de capitalisation sont calculés comme la moyenne pondérée de tous les ratios (valeur boursière sur capitaux propres) des actions cotées. Une série d'ajustements sont toutefois opérés. Les actions cotées liées à des capitaux propres très réduits voire négatifs ne sont pas reprises car elles pourraient conduire à des ratios de capitalisation très élevés ou négatifs. Les ratios sont ensuite encore adaptés dans la mesure où les actions cotées sont plus liquides que les actions non cotées. Cette adaptation se réalise en deux temps. Tout d'abord, les actions reprises dans l'indice Dow Jones STOXX 600 sont exclues du calcul. À la fin de 2007, quatorze actions belges cotées n'ont dès lors pas été prises en considération. Ces actions sont en effet très liquides. Elles sont suivies de près par de nombreux analystes, figurent souvent dans le portefeuille d'investisseurs institutionnels et sont également négociées par des ETF² (exchange traded funds). Ensuite, une prime de liquidité est déduite des ratios obtenus. Cette prime représente la différence de liquidité entre les actions cotées et les actions non cotées et est fixée par hypothèse à 20 p.c. sur la base de recherches empiriques³. Une estimation macroéconomique fiable de la valeur de marché de l'encours total des actions non cotées est ainsi obtenue.

Les actions étrangères non cotées ont aussi fait l'objet d'une réévaluation. La méthode utilisée ici est toutefois différente de celle adoptée pour les actions belges non cotées. Jusqu'à présent, l'encours était déterminé en réévaluant celui de la période précédente et en y ajoutant les opérations réalisées depuis lors, sur la base des données de la Balance des paiements. Cette réévaluation consistait à appliquer partiellement un indice d'actions étrangères cotées. La nouvelle méthode consiste, quant à elle, à l'appliquer totalement. Les actions étrangères non cotées suivront de ce fait une évolution de prix comparable à celle des actions étrangères cotées, de la même manière que les actions belges non cotées en bourse reflètent l'évolution de prix des actions belges cotées, même si, pour ces dernières, une méthode plus fine peut être appliquée⁴.

2.2 Actif

Lorsqu'une réévaluation à la valeur de marché des actions non cotées est effectuée au niveau des émetteurs (passif), il convient de veiller à ce que, du côté des détenteurs (actif), ces actions soient également évaluées à la valeur de marché. C'est pourquoi seules les sources utilisées pour les détenteurs d'actions non cotées ont été adaptées. À titre d'exemple, les comptes annuels déposés par les sociétés non financières mentionnent à l'actif non pas la valeur de marché des participations qu'elles détiennent mais leur valeur comptable (souvent le prix d'achat). Cette valeur comptable est convertie en valeur de marché en deux temps. Tout d'abord, elle est réévaluée à la valeur des capitaux propres sur la base des informations relatives aux participations contenues dans le commentaire des comptes annuels. Ensuite, l'on recourt aux mêmes ratios de capitalisation que ceux utilisés au passif afin de passer à la valeur de marché.

En ce qui concerne les établissements de crédit, une réévaluation des actions émises avait déjà été effectuée au passif, mais pas encore à l'actif. Il a été mis fin à ce déséquilibre en réévaluant les participations non cotées des établissements de crédit (actif) de la même manière que pour les sociétés non financières.

1. L'évaluation des actions non cotées émises par les sociétés financières est déjà basée sur la valeur boursière des actions financières cotées.

2. Les Exchange traded funds sont des fonds d'investissement cotés en bourse. Le but d'un ETF est de suivre d'aussi près que possible le comportement de l'index boursier qu'il reproduit.

3. Pour de plus amples informations, cf. p.ex. la publication de l'INSEE, " L'estimation d'une valeur de marché des actions non cotées ", Économie et Statistique n° 366, 2003, pp. 97-117.

4. La méthode utilisée pour les actions belges ne peut pas être suivie à cause d'un manque d'information significative, entre autres, les détails sur les participations à l'étranger, les fonds propres et le ratio de capitalisation.

3. Autres adaptations méthodologiques

Précédemment, l'encours des actions non cotées était obtenu en additionnant les capitaux propres figurant au bilan de toutes les sociétés non financières, une méthode qui entraînait cependant une certaine sous-évaluation. Elle conduisait en effet à prendre en compte des capitaux propres négatifs, alors que, pour la plupart des formes juridiques, la valeur réelle de ces actions ou participations n'est en principe pas négative, puisqu'en réalité la société ne détient aucune créance vis-à-vis de l'actionnaire. Aussi, dans la nouvelle méthodologie, lors du calcul de la valeur de marché (c.-à-d. fonds propres x ratio de capitalisation), les fonds propres négatifs sont annulés.

La méthode utilisée pour les autres participations a également été ajustée. Ici aussi, les capitaux propres négatifs sont annulés. En outre, la répartition sectorielle des détenteurs des autres participations a été affinée. Auparavant, les autres participations détenues à l'étranger étaient déterminées en fonction d'une clé de répartition. À présent, les sociétés détentrices de participations à l'étranger et dont la forme juridique justifie une classification dans les autres participations sont enregistrées en détail.

4. Résultat

La révision de la méthode d'évaluation des actions non cotées conduit à d'importantes variations dans les comptes financiers. Le tableau 1 montre que l'encours des actions non cotées émises par les sociétés non financières augmente fortement. À la fin de 2007, la valeur de marché des actions non cotées après révision s'élevait à 683,9 milliards d'euros, contre 545,9 milliards avant révision. L'année 2002, qui s'est caractérisée par une chute des cours boursiers, est la seule année où la valeur de marché obtenue est légèrement inférieure à celle calculée (avant révision) sur la base des capitaux propres. L'encours des autres participations émises par les sociétés non financières n'a que très peu varié et celui des actions cotées est demeuré inchangé.

TABLEAU 1 ACTIONS ET AUTRES PARTICIPATIONS ÉMISES PAR LES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

(encours à fin de période en millions d'euros)

	<u>Actions cotées</u>		<u>Actions non cotées</u>		<u>Autres participations</u>		<u>Total</u>	
	Avant révision	Après révision	Avant révision	Après révision	Avant révision	Après révision	Avant révision	Après révision
1998	127 352	127 352	202 304	278 246	52 564	49 550	382 220	455 147
1999	109 429	109 429	233 069	345 251	59 556	56 534	402 054	511 214
2000	112 671	112 671	281 864	430 464	78 728	75 937	473 264	619 072
2001	104 931	104 931	317 330	433 748	86 467	83 042	508 727	621 720
2002	66 056	66 056	342 071	336 772	90 476	87 009	498 603	489 837
2003	74 850	74 850	351 617	359 809	117 548	113 753	544 015	548 412
2004	113 647	113 647	355 444	438 758	141 551	148 588	610 642	700 993
2005	116 023	116 023	384 703	496 606	168 048	164 040	668 774	776 669
2006	144 874	144 874	470 156	692 343	191 456	187 664	806 486	1 024 881
2007	145 015	145 015	545 920	683 893	237 170	233 830	928 105	1 062 738

Source: BNB

La variation de l'encours des actions détenues par les particuliers (tant celles émises par les secteurs intérieurs que par le reste du monde) figure dans le tableau 2. À la fin de 2007, l'encours des actions non cotées détenues par les particuliers s'est accru, passant de 66,9 milliards d'euros avant révision à 104,2 milliards après révision. Cette évolution tient non seulement à la réévaluation des actions non cotées détenues par les particuliers, mais aussi au fait que la détention par ces derniers est obtenue par solde. Une réévaluation des actions détenues par les autres secteurs n'est par conséquent pas sans incidence sur la détention des actions par les actions des particuliers.

L'encours des autres participations détenues par les particuliers n'a guère évolué. Les actions cotées ont principalement varié en 2006 et 2007 en raison d'une mise à jour des sources utilisées indépendante des révisions méthodologiques.

TABLEAU 2 ACTIONS ET AUTRES PARTICIPATIONS DÉTENUES PAR LES PARTICULIERS

(encours à fin de période en millions d'euros)

	<u>Actions cotées</u>		<u>Actions non cotées</u>		<u>Autres participations</u>		<u>Total</u>	
	Avant révision	Après révision	Avant révision	Après révision	Avant révision	Après révision	Avant révision	Après révision
1998	58 182	57 952	89 898	97 398	11 263	10 057	159 344	165 407
1999	75 791	75 564	81 694	143 771	11 971	10 734	169 457	230 070
2000	72 518	72 283	71 083	158 957	13 097	11 695	156 698	242 935
2001	55 498	55 383	64 507	155 261	13 902	12 309	133 908	222 954
2002	31 647	31 714	40 566	88 828	14 756	13 010	86 968	133 553
2003	43 971	44 003	36 959	76 194	16 522	14 570	97 452	134 767
2004	65 164	65 099	33 659	82 921	19 026	16 896	117 849	164 916
2005	78 468	78 455	55 900	75 991	21 706	19 387	156 074	173 833
2006	106 591	102 088	60 419	95 463	25 514	23 302	192 523	220 853
2007	107 809	99 232	66 874	104 152	30 145	27 953	204 828	231 338

Source: BNB