

Les profits des groupes du CAC 40 : quelle contribution des revenus d'investissements directs à l'étranger ? Une évaluation sur la période 2005-2011

Dominique NIVAT

Direction des Enquêtes et des Statistiques sectorielles

Service des Investissements directs

Les revenus d'activités à l'étranger sont un élément à prendre en compte dans l'analyse de la compétitivité des grands groupes français. En effet, leur compétitivité ne se mesure pas seulement en termes d'exportations à partir du territoire national, mais s'appuie aussi sur les performances de leurs filiales étrangères. Celles-ci peuvent être évaluées à partir des profits réalisés par ces filiales et revenant aux groupes français. Pour la France, les résultats des filiales et participations implantées à l'étranger constituent un revenu, qui contribue de façon positive au solde des transactions courantes de la balance des paiements et compense, en partie, le déficit de la balance commerciale.

L'analyse des revenus d'investissements directs (ID) provenant de la balance des paiements française permet d'estimer les revenus nets des investissements des groupes du CAC 40 à l'étranger sur la période 2005-2011 et d'évaluer ainsi la part de leurs profits résultant de leurs activités à l'étranger. De cette analyse, il peut être tiré quatre conclusions.

- Les stocks et les revenus d'ID des groupes résidents du CAC 40 représentent plus des trois quarts du total des stocks et des revenus d'ID français à l'étranger, ce qui permet de les considérer comme représentatifs.
- La proportion de leur résultat net courant global réalisée à l'étranger, qui était de l'ordre de 52 % de 2005 à 2007, a progressé de près de 10 points pour atteindre 60 % sur les années 2008-2011.
- L'internationalisation des grands groupes français s'est fortement accrue en quelques années : en 2011, 56 % des groupes étudiés réalisaient plus de la moitié de leur résultat net courant consolidé à l'étranger alors qu'ils n'étaient que 40 % en 2005.
- Au plan sectoriel, et sur l'ensemble de la période, ce sont les entreprises opérant dans les secteurs du pétrole, du gaz et des matériaux de base, les sociétés financières, ainsi que celles du secteur des biens de consommation qui ont contribué le plus fortement aux revenus nets d'ID français à l'étranger.

Mots-clefs : investissements directs, ID, groupe international,
balance des paiements, position extérieure, résultat net, profit

Codes JEL : E01, E25, E62, F21, F23, G34, L25

NB : À la date de rédaction de cet article, les revenus d'investissements directs de l'année 2012 ne sont qu'estimés car les résultats des filiales et participations étrangères de sociétés françaises en 2012 ne sont pas encore disponibles.

Le présent article comporte deux parties. La première évalue la part des groupes résidents du CAC 40 dans l'ensemble des stocks et des revenus d'investissements directs (ID), et propose une estimation depuis 2005 des revenus nets d'investissements directs français à l'étranger (IDFE), c'est-à-dire des revenus après déduction des dépenses de filiales françaises en faveur de sociétés étrangères elles-mêmes filiales de groupes français. La seconde partie analyse l'évolution du ratio rapportant les revenus nets d'ID aux résultats consolidés courants des groupes du CAC 40 sur sept ans et sa décomposition par taux d'internationalisation des groupes et par secteur économique.

I | Investissements directs français à l'étranger : nette prépondérance des groupes du CAC 40 « élargi »

Les groupes du CAC 40 « élargi »¹ représentent 75 % des stocks et 82 % des revenus d'investissements directs français à l'étranger.

Le stock d'investissements directs (ID) en capitaux propres des groupes du CAC 40, exprimé en valeur comptable, se monte à 622 milliards d'euros fin 2011, stable par rapport à l'année précédente, mais en augmentation régulière de 2005 à 2010. Il représente une proportion importante et presque constante du stock total des IDFE en capitaux propres, comprise entre 75 % et 78 % selon les années (cf. tableau 1).

Léger repli des revenus d'investissements directs en 2011, après le rebond spectaculaire de 2010

En 2011, les revenus d'ID² des groupes du CAC 40 en provenance de l'étranger se sont établis à 44 milliards, en retrait de 4 milliards par rapport au niveau record atteint en 2010.

Après avoir atteint un plafond temporaire de 42 milliards en 2006, les recettes de revenus d'ID des groupes du CAC 40 avaient diminué lors de chacune des trois années suivantes. D'abord limité, le repli s'était accentué en 2008 en raison d'une chute des revenus du secteur financier ; en 2009, les recettes avaient à nouveau fléchi, le rétablissement des profits des filiales étrangères de sociétés financières n'ayant pas suffi à compenser la contraction des revenus des groupes d'autres secteurs, touchés à leur tour par la crise économique internationale. Au total, le repli avait atteint 20 % en trois ans avant le rebond observé en 2010 (+ 45 %), lequel avait permis à la plupart des secteurs de retrouver, voire de dépasser, leur niveau de profit de l'année 2006.

Bon an mal an, les revenus d'ID des groupes du CAC 40 représentent environ 80 % du total des revenus d'investissements directs, soit une part supérieure à celle que les mêmes groupes détiennent dans les stocks d'ID en capitaux propres. La rentabilité des ID des groupes du CAC 40 à l'étranger apparaît ainsi supérieure, de 1 à 3 points selon les années, à celle des ID d'autres entreprises françaises à l'étranger. Ceci peut être le signe que les groupes du CAC 40 sont, davantage que les autres entreprises

Tableau 1 Les stocks d'investissements directs à l'étranger des groupes du CAC 40 (hors investissements immobiliers et prêts intragroupes)

(en valeur comptable, milliards d'euros, part en %)

	2005 ^{a)}	2006 ^{b)}	2007	2008	2009	2010	2011
Stocks de capitaux propres français à l'étranger (hors immobilier) (1)	478	533	579	639	712	812	828
Stocks de capitaux propres français à l'étranger (hors immobilier) des groupes du CAC 40 (2)	373	417	437	478	543	622	622
Part des groupes du CAC 40 dans les stocks de capitaux propres français à l'étranger (hors immobilier) (2)/(1)	78	78	75	75	76	77	75

a) Hors Legrand, Natixis et Unibail-Rodamco

b) Hors Natixis et Unibail-Rodamco

Source : Banque de France, direction des Enquêtes et des statistiques sectorielles

¹ La définition et la liste des groupes composant le « CAC 40 élargi » sont fournies en annexe I. Dans la suite, pour ne pas alourdir le propos, il est fait référence au CAC 40.

² Jusqu'à l'année 2011, les revenus d'ID comprennent exclusivement les dividendes et les bénéfices réinvestis. Les intérêts sur prêts intragroupes n'ont été pris en compte qu'à partir de l'année 2012.

Tableau 2 Les recettes de revenus d'investissements directs des groupes du CAC 40

(en milliards d'euros, part en %)

	2005 ^{a)}	2006 ^{a)}	2007	2008	2009	2010	2011
Revenus d'ID – total des recettes (1)	43,5	51,8	50,4	43,1	41,5	58,4	53,6
Recettes d'ID des groupes du CAC 40 (2)	34,4	41,7	41,2	38,5	33,2	47,9	43,8
Part des groupes du CAC 40 dans les recettes (2)/(1)	79	80	82	89	80	82	82

a) Hors Legrand, Natixis et Unibail-Rodamco en 2005 ; hors Natixis et Unibail-Rodamco en 2006

Note : Tant pour les groupes du CAC 40 que pour le total, les recettes de revenus d'investissements directs en 2005 et 2006 ont fait l'objet de révisions et peuvent donc être différentes des données déjà publiées pour ces années-là.

Source : Banque de France, direction des Enquêtes et des statistiques sectorielles

françaises, capables de discerner les possibilités d'investissement fructueuses à l'étranger, de s'implanter sur les marchés les plus lointains, de diversifier leurs risques, voire d'imposer, dans une certaine mesure, leurs prix à leurs concurrents et clients ³.

Plusieurs groupes français du CAC 40 sont non seulement des investisseurs directs à l'étranger, mais aussi des investisseurs directs étrangers en France, *via* certaines de leurs filiales non résidentes. Ces boucles d'investissements au sein des groupes internationaux font grossir simultanément recettes et dépenses de revenus d'investissements directs. Retrancher les dividendes versés par des filiales résidentes de groupes du CAC 40 à leur maison mère étrangère et passer ainsi des revenus bruts aux revenus nets d'ID permet de neutraliser l'impact de ces montages ⁴. Il apparaît que l'écart entre recettes brutes et recettes nettes des groupes du CAC 40, de l'ordre de 100 millions d'euros en 2005 et 2006, s'est accru jusqu'à 1 milliard en 2009. Cet écart reflète les interactions financières croissantes entre la base nationale des groupes du CAC 40 et leur réseau international (cf. tableau 3).

Forte contribution en 2011 des secteurs du pétrole, du gaz et des matériaux de base, des biens de consommations et des sociétés financières aux revenus nets d'IDFE

En 2011, le secteur du pétrole, du gaz et des matériaux de base a apporté la plus forte contribution aux revenus nets d'ID du CAC 40 : plus de 10 milliards d'euros, pour trois groupes. Viennent ensuite le secteur des biens de consommation (8,2 milliards pour sept groupes) et le secteur financier (7,4 milliards, pour six groupes) ⁵. *A contrario*, les douze groupes industriels et technologiques n'ont contribué que pour 5,2 milliards aux recettes nettes d'ID en 2011, et les neuf groupes des services aux consommateurs et des télécommunications n'ont apporté que 4,3 milliards (cf. graphique 1).

Dans le secteur des biens de consommation, les profits réalisés à l'étranger ont progressé régulièrement sur les trois dernières années pour atteindre un niveau sans précédent en 2011 (cf. graphique 1). En revanche, tout en restant substantiels, les profits des sociétés financières à l'étranger ont diminué de 40 % en 2011 par rapport à leur niveau record de 2010. Ce secteur se caractérise d'ailleurs par une grande volatilité de ses revenus d'ID sur les cinq dernières années, du

Tableau 3 Des recettes brutes aux recettes nettes de revenus d'investissements directs

(en milliards d'euros)

	2005 ^{a)}	2006 ^{a)}	2007	2008	2009	2010	2011
Recettes brutes des groupes du CAC 40	34,4	41,7	41,2	38,5	33,2	47,9	43,8
Dividendes versés à des filiales étrangères	0,1	0,1	0,3	0,7	1,0	0,5	0,5
Recettes nettes des groupes du CAC 40	34,3	41,6	40,9	37,8	32,2	47,4	43,3

a) Hors Legrand, Natixis et Unibail-Rodamco en 2005 ; hors Natixis et Unibail-Rodamco en 2006

Source : Banque de France, direction des Enquêtes et des statistiques sectorielles

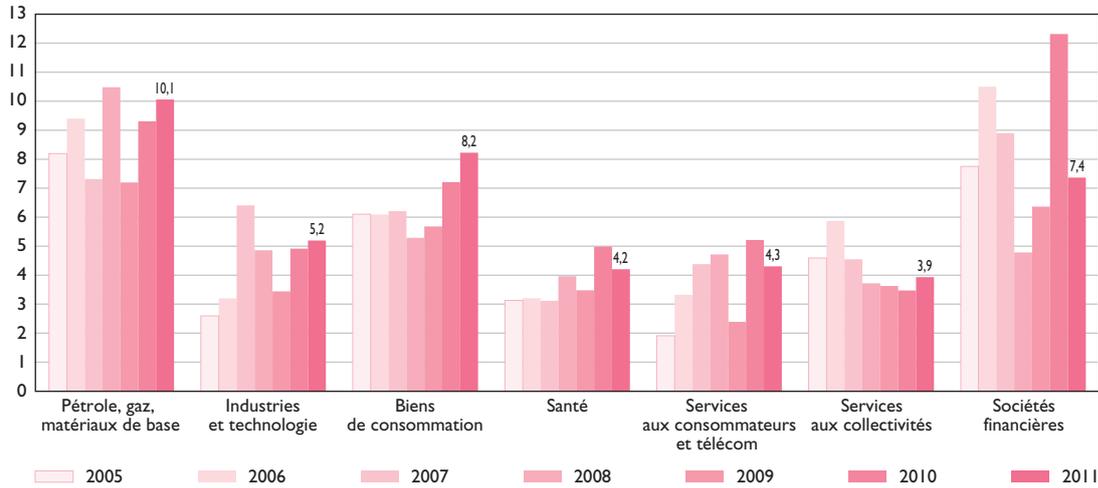
³ 2008 fait exception, les groupes du CAC 40 ayant bénéficié de 89 % du total des revenus d'ID – pour 75 % des stocks – cette année-là. Le cas particulier de l'année 2008 tient en partie aux fortes pertes d'une société cotée ne faisant pas partie du CAC 40. Si l'on ne tient pas compte de cette société, le total des revenus d'ID à l'étranger augmente et la part des groupes du CAC 40 est ramenée à 85 %, ce qui reste néanmoins élevé et supérieur à la proportion des autres années.

⁴ Cf. annexe 2, point 3, pour le détail du mode de calcul

⁵ Les secteurs présentés ici correspondent à ceux de la classification ICB (Industry Classification Benchmark) utilisée par Euronext.

Graphique 1 Revenus nets d'investissements directs des groupes du CAC40 par secteur d'activité
Selon la classification ICB utilisée par Euronext

(en milliards d'euros)



Note : ICB = Industry Classification Benchmark

Source : Banque de France, direction des Enquêtes et des statistiques sectorielles

fait de sa forte exposition à l'instabilité des marchés internationaux. Outre les biens de consommation, trois autres secteurs ont vu leurs profits à l'étranger s'accroître en 2011 : le secteur du pétrole et des matériaux de base, celui de l'industrie et de la technologie et le secteur des services aux collectivités, la remontée des profits interrompant, dans ce dernier cas, un recul constant depuis 2006.

2| Résultats nets des groupes du CAC 40 : 60 % réalisés à l'étranger

Les comptes consolidés des groupes : du résultat publié au résultat net courant

Pour rapporter les revenus d'ID à l'étranger aux résultats consolidés des groupes, il faut que ces deux indicateurs soient, autant que possible, comparables. Or, les résultats nets consolidés part du groupe publiés selon les normes IFRS comprennent des éléments dits « non récurrents » ou exceptionnels, tels que des plus-values de cessions ou des dépréciations d'écarts d'acquisitions, alors que, conformément à la

méthodologie de balance des paiements, les éléments non courants sont, pour la plupart, exclus des revenus d'ID. Pour rapporter les revenus d'ID aux résultats consolidés, il faut donc « retraiter » les seconds en excluant certains éléments ⁶.

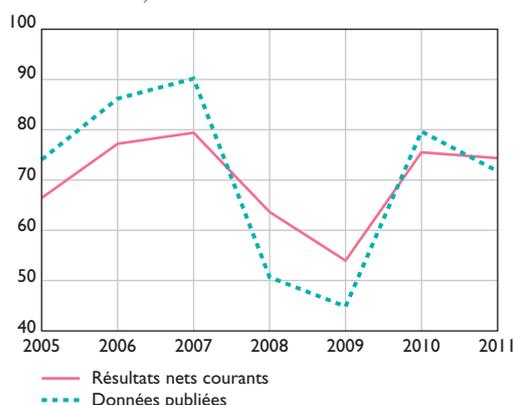
Les « résultats nets courants consolidés » ainsi obtenus sont pris comme base de comparaison avec les revenus d'investissements directs. Ces résultats nets consolidés expurgés des éléments exceptionnels ne sont pas identiques et n'évoluent pas de la même façon que les résultats communiqués par les groupes et repris dans la presse financière.

En particulier, les éléments non courants ont un caractère généralement procyclique qui accroît la sensibilité des résultats agrégés des groupes à la conjoncture et accentue leur volatilité (cf. graphique 2). L'évolution des résultats des groupes du CAC 40 entre 2009 et 2010 en donne une illustration : les résultats nets part du groupe publiés par ces groupes sont passés de 45 milliards à 80 milliards, soit une augmentation de près de 80 % largement évoquée dans la presse ; après exclusion des éléments exceptionnels, les résultats courants passent de 54 milliards à 76 milliards, soit une hausse de 40 %, encore significative mais diminuée de moitié (cf. tableau 4).

⁶ Cf. annexe 2, point 1, pour le détail des retraitements effectués

Graphique 2 Les résultats nets part du groupe des groupes du CAC 40 élargi

(en milliards d'euros)



Sources : Documents de référence des groupes publiés sur le site de l'AMF et direction des Enquêtes et des statistiques sectorielles

Une forte progression de la part des résultats nets des groupes du CAC 40 réalisés hors de France

En moyenne, les revenus nets d'ID à l'étranger des groupes du CAC 40 ont atteint 60 % de leurs résultats nets courants consolidés de 2008 à 2011, après y avoir contribué pour un peu plus de la moitié entre 2005 et 2007 (cf. tableau 4). Cette hausse tient à plusieurs facteurs. Elle résulte en partie de l'effort constant d'investissement à l'étranger des grands groupes français au cours de la période. Elle pourrait également tenir à l'écart de conjoncture et de compétitivité croissant entre la France et le reste du monde. Enfin, la recherche de l'optimisation fiscale a pu conduire certains groupes à enregistrer une part croissante de leurs profits dans des pays à fiscalité avantageuse.

De plus en plus de groupes du CAC 40 réalisent l'essentiel de leurs profits à l'étranger

La distribution par tranche des profits réalisés à l'étranger a significativement évolué entre le début et la fin de la période étudiée, avec une hausse de 10 à 12 du nombre de groupes « mondiaux », réalisant plus de 75 % de leurs profits à l'étranger, et une augmentation marquée (de 6 à 11) du nombre de groupes « fortement internationalisés », réalisant plus de la moitié de leurs profits à l'étranger. Entre 2010 et 2011, en revanche, la distribution est restée relativement stable. Les évolutions les plus importantes ont eu lieu entre 2009 et 2010, 17 groupes passant dans une tranche caractérisée par une part de profits à l'étranger supérieure à celle de l'année précédente, 11 groupes passant dans une tranche inférieure et 15 groupes restant dans la même tranche (cf. tableau 5).

Une différenciation sectorielle marquée : l'énergie, les matières premières et la finance sont les secteurs les plus tournés vers l'extérieur

La part des profits réalisée à l'étranger est également contrastée selon le secteur. Compte tenu de leurs activités, les groupes du pétrole, du gaz et des matériaux de base réalisent globalement de 50 % à 80 % de leurs profits hors de France selon les années. Prises dans leur ensemble, les sociétés financières ont semblablement produit de 45 % à 75 % de leurs bénéfices à l'étranger chaque année de 2005 à 2011, y compris en 2008 et 2011. Les groupes du secteur des biens de consommation, qui ont réalisé de 60 % à 82 % de leurs profits hors de France entre 2005 et 2008, présentaient une situation particulière en 2009, avec des profits à l'étranger bien supérieurs

Tableau 4 Contribution des revenus nets d'investissements directs à l'étranger aux résultats nets courants consolidés des groupes du CAC

(en milliards d'euros, contribution des revenus en %)

	2005 ^{a)}	2006 ^{a)}	2007	2008	2009	2010	2011
Résultats nets consolidés part du groupe (1)	74	86	90	51	45	80	72
Résultats nets courants consolidés (2)	66	77	79	64	54	76	74
Recettes nettes d'ID (3)	34,3	41,6	40,9	37,8	32,2	47,4	43,3
Contribution des revenus nets d'ID à l'étranger aux résultats nets courants des groupes du CAC 40 (3)/(2)	52	54	51	59	60	63	58

a) Hors Legrand, Natixis et Unibail-Rodamco en 2005 ; hors Natixis et Unibail-Rodamco en 2006

Sources : Documents de référence des groupes publiés sur le site de l'AMF et direction des Enquêtes et des statistiques sectorielles

Tableau 5 Répartition des groupes du CAC 40 en fonction de la contribution de leurs revenus nets d'investissements directs à leur résultat net courant consolidé

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Cas particuliers : groupes ayant des résultats nets courants consolidés négatifs et/ou des revenus nets d'ID à l'étranger négatifs	6	1	3	4	6	5	4
« Groupes français faiblement internationalisés » : les revenus nets d'ID à l'étranger représentent de 0 % à 25 % du résultat net courant consolidé	7	11	8	6	4	5	4
« Groupes français modérément internationalisés » : les revenus nets d'ID à l'étranger représentent de 25 % à 50 % du résultat net courant consolidé	11	9	12	12	14	8	12
« Groupes français fortement internationalisés » : les revenus nets d'ID à l'étranger représentent de 50 % à 75 % du résultat net courant consolidé	6	13	12	13	8	13	11
« Groupes mondiaux » : les revenus nets d'ID à l'étranger représentent plus de 75 % du résultat net courant consolidé	10	7	8	8	11	12	12
Total (nombre de groupes)	40	41	43	43	43	43	43

Source : Banque de France, direction des Enquêtes et des Statistiques sectorielles

à leurs résultats nets courants consolidés, d'où un ratio supérieur à 100 %. Cette situation *a priori* étonnante tenait notamment aux résultats des deux groupes automobiles français, Peugeot et Renault, dont les filiales étrangères affichaient des profits importants en 2009, alors que leurs résultats courants consolidés étaient négatifs.

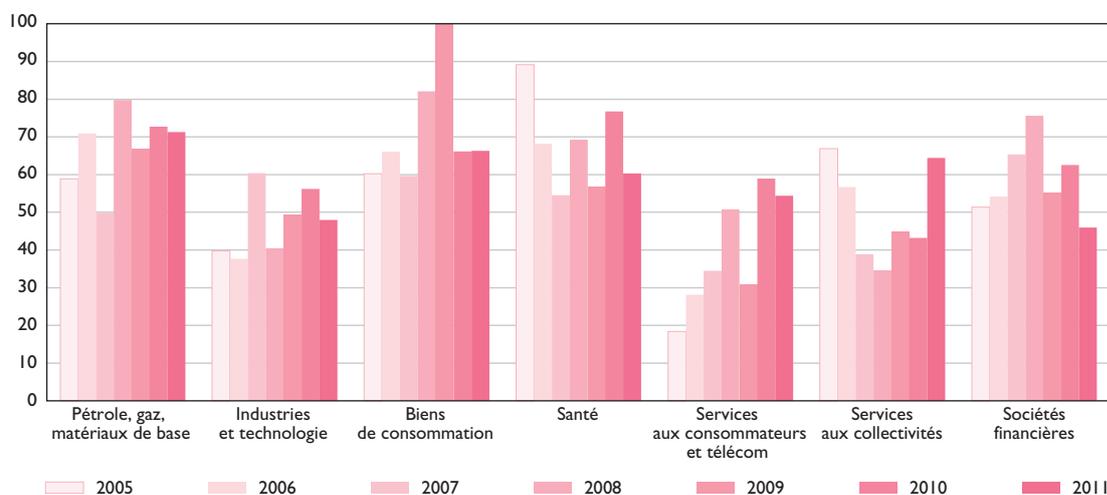
Sur l'ensemble de la période 2005-2011, les groupes de services aux consommateurs et de télécommunications ont réalisé la plus grande part de leurs bénéfices

courants sur le territoire national mais, si l'on met à part le recul observé en 2009, la part des résultats réalisés à l'étranger augmente tendanciellement. De leur côté, les groupes industriels et technologiques réalisent depuis cinq ans des profits à peu près équivalents en France et dans le reste du monde. Enfin, bien qu'il soit représenté par de « grands champions » mondiaux ayant une forte présence internationale, le secteur des services aux collectivités a vu la part des profits faits hors de France décroître significativement entre 2005 et 2010, avec toutefois un rebond marqué en 2011 (cf. graphique 3).

Graphique 3 Contribution des revenus nets d'investissements directs des groupes du CAC 40 élargi à leur résultat net courant consolidé

Répartition par secteur d'activité selon la classification ICB utilisée par Euronext

(en %)



Note : ICB = Industry Classification Benchmark

Source : Banque de France, direction des Enquêtes et des Statistiques sectorielles

ENCADRÉ

Les revenus nets d'investissements directs à l'étranger : une sous-estimation des profits réalisés à l'étranger ?

Malgré la progression du ratio rapportant les revenus nets d'ID à l'étranger des groupes du CAC 40 à leurs résultats nets courants consolidés depuis 2005, celui-ci reste encore loin du taux de 75 % à 80 % considéré par plusieurs économistes ou analystes comme une évaluation raisonnable de la part des profits réalisés à l'étranger par les groupes du CAC 40¹. Quelles sont les sources de sous-estimation de la part des profits réalisés à l'étranger ?

Le rôle des participations croisées

En premier lieu, le dénominateur du ratio – la somme des résultats nets courants consolidés des groupes du CAC 40 – est un indicateur biaisé surévaluant les profits réels en raison des participations croisées entre groupes du CAC 40 qui entraînent des doubles comptes. Ainsi, les participations de L'Oréal et de Total au capital de Sanofi-Aventis (respectivement 9 % et 7,3 % à fin 2009), de GdF-Suez au capital de Suez environnement (35 % à fin 2009), de Bouygues au capital d'Alstom (30 % à fin 2009), d'EDF au capital de Veolia environnement (4 % à fin 2009) et les participations croisées entre BNP-Paribas et Axa (plus de 5 % du capital) contribuaient à majorer le montant cumulé des profits de quelque 2,5 milliards en 2009. Après « consolidation » des profits des 43 groupes constituant le CAC 40 élargi, la part des profits réalisés à l'étranger augmente de deux points en 2008 et en 2009, un peu moins en 2010 et 2011 compte tenu des réductions de participations croisées et des augmentations de capital effectuées récemment.

Des activités non comptabilisées dans les ID mais dans les échanges de services

En second lieu, les groupes français réalisent des activités à l'étranger ou avec l'étranger qui contribuent à leurs profits, mais pas sous la forme de revenus d'ID. On en trouve trace dans la balance des paiements sous différentes rubriques d'échanges de services : le négoce international, les services de construction, les services de télécommunications, les redevances et droits de licence, les « autres services aux entreprises ». Au total, d'après la balance des paiements, les entreprises déclarantes appartenant à un groupe du CAC 40 ont dégagé un excédent de 10 milliards en 2008 et de 9 milliards en 2009 dans leurs échanges de tels services avec l'étranger.

Il est difficile de mesurer l'impact de ces excédents sur leurs profits dans la mesure où une partie des services échangés (services de construction, télécommunications, « autres services aux entreprises ») est assimilable à un chiffre d'affaires, dont il faut déduire consommations intermédiaires, salaires, charges sociales et financières et amortissement du capital afin de parvenir au profit, tandis que l'excédent des autres services (négoce international, redevances et droits de licence) correspond davantage à une marge nette, plus proche du bénéfice avant impôt. Il est toutefois vraisemblable, que pour certains groupes dont les revenus d'ID à l'étranger apparaissent « anormalement » faibles compte tenu de leur large implantation et de leurs succès au plan international (Air Liquide, L'Oréal, Michelin, Renault, Sanofi, Total), une prise en compte, même partielle, de leurs excédents d'échanges de services permettrait de redresser significativement la part des profits dus aux activités à l'étranger.

Des intérêts sur prêts intragroupes en voie d'être mesurés

En troisième lieu, jusqu'en 2011, les revenus des ID français à l'étranger ne tenaient pas compte des intérêts sur prêts intragroupes. Pour évaluer la contribution de ces revenus aux profits nets du CAC 40, il aurait fallu consolider l'ensemble des créances et dettes des sociétés résidentes contrôlées par un groupe du CAC 40 vis-à-vis d'affiliés non résidents et évaluer le solde des intérêts qui s'y rapportent. Cela devrait être plus aisé à compter de 2012, année pour laquelle on dispose des résultats d'une nouvelle enquête fournissant des données sur les prêts et les intérêts intragroupes avec l'étranger.

¹ Artus (en 2011) ou Touati (en 2006) évoquent un tel ordre de grandeur, mais celui-ci semble davantage relever du « dire d'expert » ou d'une extrapolation des données communiquées par quelques groupes (Total, L'Oréal, Saint-Gobain) sur leurs résultats à l'étranger que d'études approfondies sur la question.

Même en réintégrant le profit net résultant des échanges de services et les intérêts sur prêts intragroupes dans les revenus provenant de l'étranger, la part des profits faits à l'étranger serait sans doute encore sous-estimée, compte tenu de la différence de méthode entre le calcul des résultats nets consolidés, qui tient compte des profits de toutes les sociétés entrant dans le périmètre de consolidation, et celui des revenus d'ID, qui n'intègre que les profits des filiales étrangères de premier rang² (c'est-à-dire directement contrôlées ou investies par des sociétés françaises). Mais l'ampleur de cette sous-estimation est impossible à mesurer, puisqu'il n'est pas possible d'avoir accès, en France, aux comptes de toutes les sociétés non résidentes entrant dans le périmètre de consolidation des groupes français.

2 Voir l'annexe 2 pour une explication des différences de méthode

Bien qu'une comparaison entre résultats consolidés, même retraités des éléments exceptionnels, et revenus d'investissements directs repose sur des bases fragiles, et malgré une probable sous-estimation de la part des profits réalisés à l'étranger (cf. encadré), il paraît clair que la majorité des grands groupes français sont aujourd'hui davantage tournés vers les marchés internationaux que vers le marché intérieur et que c'est hors de France qu'ils réalisent leurs meilleures performances et la plus grande partie de leurs profits. Parallèlement,

leur internationalisation croissante au cours des sept dernières années les a rendus plus indépendants de la conjoncture française. La plupart des grands groupes français échappent ainsi au ralentissement tendanciel de la croissance et à la perte de compétitivité de l'économie française. Leur internationalisation, mesurée à l'aune des seuls revenus d'ID, apporte de surcroît une contribution majeure au solde des transactions courantes : 43 milliards d'euros en 2011, soit 2,2 % du PIB, compensant en partie le déficit de la balance commerciale (3,8 % du PIB).

Annexe I

Composition du CAC 40 « élargi »

Le « CAC 40 élargi », ensemble de référence retenu pour cette note, correspond aux trente-cinq groupes résidents constituant le CAC 40 au 31 décembre 2012, auxquels ont été ajoutés les huit groupes résidents sortis de l'indice, mais qui sont entrés, à un moment ou à un autre, dans sa composition depuis le 1^{er} janvier 2005 (signalés par ^{a)}).

Liste des quarante-trois groupes du CAC 40 élargi

ACCOR	CARREFOUR	LEGRAND	RENAULT	TECHNICOLOR ^{a)}
AIR FRANCE – KLM ^{a)}	CRÉDIT AGRICOLE SA	L'ORÉAL	SAFRAN	TOTAL
AIR LIQUIDE	DANONE	LVMH	SAINT-GOBAIN	UNIBAIL-RODAMCO
ALCATEL-LUCENT ^{a)}	ÉLECTRICITÉ DE FRANCE	MICHELIN	SANOFI	VALLOUREC
ALSTOM	ESSILOR INTERNATIONAL	NATIXIS ^{a)}	SCHNEIDER ELECTRIC	VEOLIA ENVIRONNEMENT
AXA	FRANCE TELECOM	PERNOD RICARD	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE	VINCI
BNP PARIBAS	GDF SUEZ	PEUGEOT SA ^{a)}	SUEZ ENVIRONNEMENT ^{a)}	VIVENDI
BOUYGUES	LAFARGE	PPR	TECHNIP	
CAP GEMINI	LAGARDÈRE ^{a)}	PUBLICIS	THALÈS ^{a)}	

a) Groupes résidents qui sont entrés, à un moment ou à un autre, dans la composition de l'indice depuis le 1^{er} janvier 2005.

Note : ArcelorMittal, EADS, Gemalto, Solvay et ST Microelectronics, dont le siège social est situé à l'étranger, ne sont pas retenus.

Source : Euronext

Annexe 2

Sources et méthodes

Différences entre les résultats nets provenant des comptes consolidés et les revenus d'investissements directs extraits des comptes sociaux

- 1| Les comptes consolidés d'un groupe prennent en compte les résultats financiers de l'ensemble des sociétés, françaises ou étrangères, contrôlées par le groupe ou dans lesquelles celui-ci exerce une influence notable (pour le groupe Téléperformance, par exemple, au 31 décembre 2009, cela représentait 125 filiales et participations, dont 115 étrangères, situées dans 48 pays). Après consolidation par intégration globale des sociétés sous contrôle du groupe et par mise en équivalence ou intégration proportionnelle des sociétés dans lesquelles le groupe détient une influence mais pas le contrôle, les groupes publient un résultat net part du groupe qui exclut la part revenant aux intérêts minoritaires.

Le résultat net consolidé part du groupe constitue le point de départ de l'analyse présentée dans cet article. Mais pour le comparer aux revenus d'investissements directs enregistrés en balance des paiements, un retraitement est effectué en éliminant la partie « non courante » qui, selon la méthodologie de balance des paiements, doit être exclue des revenus et considérée comme un élément financier. Parmi les résultats non courants sont ici éliminés, par exemple, les plus et moins-values de cessions d'immobilisations corporelles ou incorporelles, les dépréciations d'immobilisations corporelles ou incorporelles, les dotations aux provisions pour sinistres et litiges commerciaux ou fiscaux, les plus-values de cession et les dépréciations de titres non consolidés et d'actifs financiers. Les écarts d'acquisition peuvent influencer négativement ou positivement le résultat courant. Par exemple, en 2010, les gains nets de l'ordre de 1 milliard d'euros réalisés lors du dénouement des contrats d'« *equity linked swaps* » liés à l'acquisition de titres Hermès ont été retranchés des 3 milliards de profits annoncés par le groupe LVMH (cf. Document de référence 2010 de LVMH, page 167).

En revanche, les charges de restructuration, les provisions ou reprises de provision pour charges de pension et pour avantages consentis au personnel ou aux retraités, qui ne sont pas exclus des revenus d'ID conformément à la méthodologie internationale de balance des paiements, sont maintenus dans le résultat courant consolidé.

- 2| Pour la détermination des revenus d'investissements directs français à l'étranger, la règle est, dans la plupart des cas, de s'appuyer sur les comptes sociaux des succursales et sociétés étrangères directement contrôlées ou détenues à plus de 10 % par des sociétés françaises. Le nombre en est beaucoup plus réduit que celui des sociétés entrant dans le périmètre de consolidation. Ainsi, la société Téléperformance ne comptait que 18 filiales et participations directes, dont 16 étrangères, au 31 décembre 2009 contre 115 filiales étrangères consolidées. Les revenus d'ID d'une société résidente comprennent les résultats courants de toutes ses filiales et participations étrangères directes, c'est-à-dire à la fois les dividendes reçus et les bénéfices réinvestis dans ses filiales de premier rang.

- 3| Mode de calcul du revenu d'investissement direct net des groupes

Les recettes brutes d'ID des groupes du CAC 40 reprises dans le tableau 2 sont constituées par agrégation des recettes de revenus d'ID de toutes les sociétés résidentes contrôlées par un groupe du CAC 40, suivant la méthode de l'intégration globale ¹. Ensuite, pour calculer les recettes nettes d'ID de ces groupes, les

¹ C'est-à-dire que dès lors qu'une société est contrôlée par un groupe, c'est la totalité du revenu d'investissement direct de la société et non une part proportionnelle au taux de contrôle qui est attribuée au groupe.

dividendes versés à des sociétés non résidentes elles-mêmes directement contrôlées par un groupe du CAC 40, sont retranchés des recettes brutes afin de ne pas comptabiliser dans les revenus des ID français à l'étranger des revenus qui auraient été acquis en France (cf. tableau 3). En revanche, lorsque des non-résidents détiennent des intérêts minoritaires au capital de sociétés du CAC 40, y compris sous forme d'investissement direct (comme la participation de la société suisse Nestlé au capital de L'Oréal, par exemple), les dividendes associés à ces participations ne sont pas déduits des recettes brutes.

- 4) Pourquoi peut-il y avoir, pour un groupe donné, des écarts entre les résultats nets courants consolidés part du groupe réalisés à l'étranger et l'agrégation des revenus d'ID à l'étranger calculés à partir des comptes sociaux des succursales, filiales et participations ?

Outre les différences provenant de l'environnement règlementaire, juridique et fiscal, les écarts tiennent à deux phénomènes principaux :

- L'organisation interne des groupes (cf. schéma)
- L'existence de décalages temporels

Schéma : calcul des revenus d'investissements directs et des résultats nets consolidés réalisés à l'étranger

Soit une société française A qui détient la totalité du capital d'une société B localisée au Luxembourg, laquelle détient à son tour 100 % du capital d'une société slovaque D. La société D réalise un résultat opérationnel courant de 100 euros, dont elle verse la moitié à son actionnaire unique B et réinvestit l'autre moitié. La société B réalise pour sa part un résultat opérationnel courant de 150 euros (qui comprend les 50 euros reçus de D sous forme de produits financiers de participations) dont elle reverse les deux tiers à sa maison mère française.

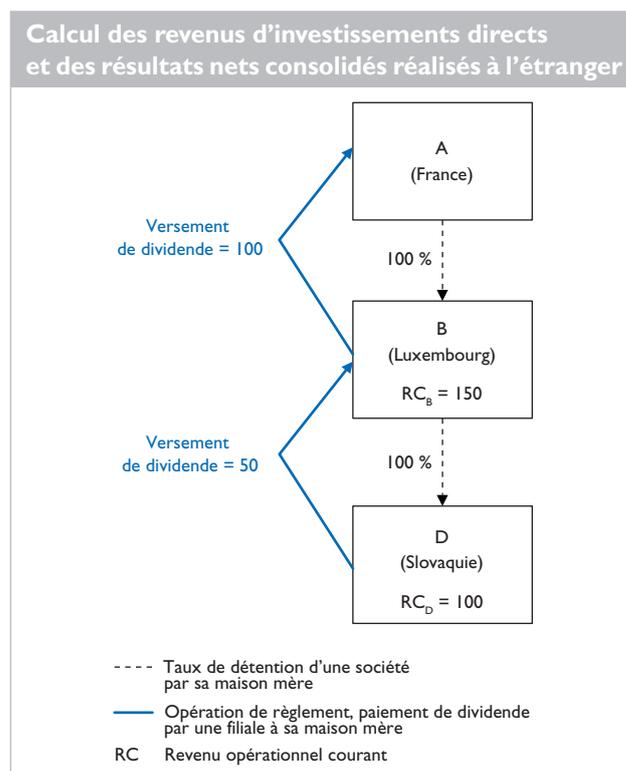
Le revenu d'investissement direct (RID) de la société A tel que calculé dans cet article correspond au résultat net courant de son unique filiale directe (ou de premier rang) B, c'est-à-dire à la somme du dividende reçu de B et du bénéfice réinvesti (BR) par B :

$$RID_A = RC_B = Div_B + BR_B = 150$$

Le revenu net courant consolidé (RCC) réalisé à l'étranger du groupe constitué par les 3 sociétés A, B et D correspond de son côté à la somme des profits des filiales B et D, dont il faut déduire les dividendes versés par D à B pour éviter les doubles-comptes :

$$RCC_A = RC_D + RC_B - Div_D = 200$$

Comme le montre le schéma, les écarts tiennent notamment aux résultats des filiales indirectes qui ne remontent ni vers la société mère française ni vers la société étrangère directement contrôlée. Un groupe qui autofinance ses investissements et son développement à partir de profits réalisés dans les unités opérationnelles et qui ne remontent pas vers les *holdings* de contrôle a des revenus d'ID inférieurs aux résultats courants consolidés. À l'extrême, ces



revenus peuvent être nuls, même en cas de profits réels. Un tel comportement ne peut concerner toutefois que des groupes non cotés ne distribuant pas de dividendes à leurs actionnaires, ce qui n'est pas le cas des groupes du CAC 40.

Sauf en cas de perte, les différences de méthode font que les revenus nets d'ID d'un groupe sont inférieurs ou égaux aux résultats nets courants consolidés réalisés à l'étranger. Cela est d'autant plus vrai que, si une année une filiale étrangère de premier rang réalise un résultat particulièrement élevé au regard du résultat des années précédentes, tenant par exemple à la remontée de bénéfices réinvestis depuis plusieurs années dans des filiales indirectes, le résultat sera considéré comme tenant à des circonstances exceptionnelles et une partie sera reclassée en résultat non courant, faute d'informations sur les raisons de cette brusque hausse et par souci de cohérence temporelle.

Les décalages temporels qui peuvent se produire entre les revenus d'ID et les résultats nets courants consolidés part du groupe réalisés à l'étranger viennent de ce que les dividendes versés une année sont généralement établis sur la base des profits de l'année précédente. Ainsi, dans un groupe, lorsque les filiales opérationnelles contrôlées indirectement réalisent des profits élevés, ceux-ci ne remontent vers la *holding* de contrôle et ne viennent augmenter le résultat de celle-ci que l'année suivante. Ils ne sont donc pris en compte dans les statistiques que cette année-là, ce qui peut conduire à des écarts *a priori* surprenants par rapport aux résultats nets courants consolidés, établis pour l'ensemble du groupe sur l'année sous revue, surtout si la situation conjoncturelle s'est inversée d'une année à l'autre.

S'ils peuvent poser problème aux statisticiens, ces décalages temporels ne sont guère gênants pour les groupes eux-mêmes : les filiales opérationnelles font remonter les résultats non distribués vers la maison mère ou vers le centre de trésorerie du groupe, sous forme d'avances en comptes courants d'associés ou de prêts, pour que ceux-ci disposent des fonds, même si juridiquement ces fonds restent la propriété des filiales jusqu'à leur distribution aux actionnaires sous forme de dividendes.