

LES TROIS FORMES DE GESTION FINANCIÈRE DES RISQUES INDUSTRIELS

RAUF GÖNENC,

ADMINISTRATEUR PRINCIPAL, OCDE *

L'investissement industriel devient plus risqué dans l'économie globale des années 90. Afin de servir des marchés plus larges et de faire jouer pleinement les économies d'échelle, la taille moyenne des investissements s'agrandit. En même temps, la rentabilité des investissements devient moins prévisible, avec la rupture des structures oligopolistiques. Enfin, les actifs industriels créés par ces investissements deviennent volatiles, parce qu'ils s'incorporent de manière croissante en un savoir-faire technique transférable, notamment par la circulation de l'information et des hommes vers la concurrence.

131

Comment l'industrie moderne assume et finance ces risques ? La thèse de cet article est qu'il existe différentes formes d'engagement de capital dans l'industrie, qui emploient des procédures d'évaluation, d'acceptation et de gestion de risques qui sont fondamentalement différentes. Le portefeuille de projets et d'investissements d'une entreprise exprime, à tout moment, un équilibre entre les préférences et les contraintes de ses différentes sources de financement et donc entre des pratiques parallèles et différentes d'évaluation de la valeur et des risques de cette entreprise.

Ce que l'on désigne comme un « système national de financement de l'industrie » est une configuration de sources de financement, qui engagent du capital dans l'industrie dans des formes qui leur sont propres. Même si la globalisation des marchés financiers rend une partie de ces sources de financement accessibles à un certain nombre d'entreprises internationales, d'autres sources de capital — peut-être les plus décisives du point de vue de la sélection des projets d'investissements et du portefeuille d'activités des entreprises — demeurent cantonnées dans le financement d'entreprises locales. Le système national de financement de l'industrie demeure aujourd'hui une réalité.

* Cet article présente une réflexion personnelle et n'engage pas l'OCDE.

Cet article souhaite développer une réflexion dans cette direction. Il analyse et discute les formes fondamentales de l'engagement du capital dans l'industrie, et compare leurs procédures d'évaluation, d'acceptation et de gestion des risques industriels. Cette approche ouvre la voie à une analyse comparative des systèmes nationaux de financement en tant que combinaisons de formes d'investissement, et système de gestion des risques industriels.

Le risque industriel

L'initiative industrielle et la décision d'investir s'appuient — dans tous les pays et pour tous les investissements — sur une vision comparative des flux de coûts et des flux de revenus engendrés par une activité industrielle. Le risque industriel désigne l'ensemble des phénomènes qui peuvent écarter ces flux de coûts et ces flux de revenus, et leur performance financière résultante de la vision initiale de l'entrepreneur. Le risque exprime donc la possibilité d'un écart entre une vision (une représentation de l'état futur) et l'état futur.

On peut distinguer trois principales incertitudes qui affectent une activité industrielle, c'est-à-dire trois raisons majeures de déviation entre les flux financiers projetés et les flux financiers réalisés par un projet :

- la possibilité de déviation des coûts de facteurs anticipés sur les marchés d'inputs (risques de coûts) ;
- la possibilité de déviation des prix de vente anticipés sur les marchés de produits (risques de marché) ;
- et la possibilité de déviation des opérations techniques réalisées par rapport aux opérations techniques projetées (risques manufacturiers).

Dans ces trois grands domaines d'incertitudes, où les faits peuvent diverger du scénario d'investissement, des risques plus spécifiques peuvent être distingués. Par exemple, à l'intérieur des risques de coûts, des variations des prix dues aux fluctuations de taux de change peuvent être distinguées des variations de prix dues aux comportements de prix de fournisseurs : parmi les risques manufacturiers les aléas du stade de conception (risques de recherche-développement) peuvent être distingués des aléas du stade de production, y compris les perturbations sociales (risques de gestion de production). Parmi les risques de marché, les incertitudes dues au comportement des clients (risques de demande) peuvent être distinguées des incertitudes induites par le comportement des concurrents (risques compétitifs), etc.

La conceptualisation des risques industriels peut faire l'objet à elle seule d'un article, surtout vue l'absence d'un cadre conceptuel de référence dans ce domaine. Peter Fishburn a raison de dire qu'une meilleure compréhension de la typologie des risques est maintenant une nécessité pour l'analyse

économique (P. Fishburn, « *Decision Theory: The Next 100 Years* », *The Economic Journal*, January 1991). La typologie des risques industriels esquissée ci-dessus est seulement destinée à introduire la réflexion de cet article sur la perception financière des risques industriels.

L'analyse financière des risques industriels

Les ressources de capital s'engagent dans des projets industriels suivant trois voies principales. Chacune de ces voies emploie des procédures propres de sélection des projets, d'évaluation et d'acceptation des risques, et de gestion ultérieure de ces risques. Dans tout système national de financement de l'industrie, ces formes fondamentales coexistent et s'agencent d'une manière particulière. Dans le contexte de déréglementation financière des années 80, elles ont aussi donné naissance à des combinaisons innovantes, de « formes hybrides » d'instruments de financement.

Ces trois voies peuvent être désignées respectivement comme l'investissement propre d'entrepreneur, l'investissement « mandaté » et l'investissement de crédit.

Une partie des ressources de capital des économies modernes est engagée directement dans l'industrie par leur propriétaire. C'est le modèle pur de l'entrepreneur, qui a toujours intrigué l'analyse économique. La décision d'investissement, et l'évaluation et la gestion de ses risques, présentent les caractéristiques suivantes :

— le détenteur de capital conçoit lui-même le projet, en assume entièrement les risques, et gère personnellement son exécution. La taille du projet est contrainte par ses ressources, et ses risques par sa capacité financière la moins favorable. En échange, le revenu et le taux de rentabilité moyen attendu ne sont pas contraints par un taux du marché, ils peuvent descendre jusqu'à un niveau « de subsistance » pour l'entrepreneur.

La conception du projet et l'évaluation de ses risques ne recourent à l'assentiment d'aucune tierce partie, pour que l'investissement puisse être réalisé. Elle se situe entièrement dans la subjectivité (l'espace cognitif privé) de l'entrepreneur, et respecte une procédure de jugement non communiquée au monde extérieur. Une perception intuitive, non formulée par un langage de communication, préside à la décision d'investir.

L'exécution du projet est entièrement conduite par la vision du propriétaire du capital. Sans procédure de contrôle stratégique ou tactique, interne ou externe, l'entreprise jouit d'une spontanéité de gestion propre à cette forme d'investissement. Face à la concrétisation des risques assumés (les risques de coûts, les risques manufacturiers et les risques du marché), cette spontanéité autorise des comportements actifs qui permettent la redéfinition instantanée du projet (*responsiveness*). Cette flexibilité équivaut

à un morcellement dans le temps du projet d'investissement : une décision globale d'investissement est remplacée par une succession de décisions séquentielles adoptées par l'entrepreneur.

L'investissement « mandaté »

Dans cette forme d'investissement, les ressources de capital sont engagées dans des projets gérés par une direction (management) contractuelle. Les propriétaires du capital sont rémunérés par la performance financière de l'activité, et en assument tous les risques. La relation contractuelle spécifie les droits de propriétaires et les critères de surveillance entre les investisseurs et la direction professionnelle. Il résulte de cette forme d'investissement certaines implications sur la sélection des projets, l'évaluation et l'acceptation des risques, et la gestion ultérieure de ces risques.

Des capitaux appartenant à des propriétaires multiples peuvent participer au financement d'un projet industriel. La taille de l'investissement n'est plus contrainte par les ressources d'un propriétaire unique. En même temps, les propriétaires de capital peuvent distribuer leurs ressources parmi plusieurs projets. En multipliant et diversifiant les risques qu'ils assument, ils peuvent accepter des risques plus élevés sur chaque placement. La gamme des projets concevables s'élargit au-delà des frontières imposées par les plafonds de risque des investissements individuels (K. Arrow a clairement démontré cette propriété de l'entreprise mandatée — K. Arrow « *The role of Securities in the Optimal Allocation of Risk-bearing* », *Review of Economics Studies*, avril 1964).

Des contrats spécifiant les droits et les normes de comportement des propriétaires et des dirigeants, et les critères contractuels de surveillance, encadrent l'action de l'entreprise. Ces structures destinées à réconcilier les conflits d'intérêts entre les deux parties, contraignent aussi la flexibilité de motivation et d'action de l'entreprise. Les décisions d'investissement et de comportement stratégiques sont espacées par les « rendez-vous d'évaluation » entre les propriétaires (ou leurs représentants) et les dirigeants, et sont moins divisibles et réorientables que dans une entreprise directement dirigée par ses propriétaires.

La taille non limitée de l'entreprise « mandatée » autorise un portefeuille optimal de projets, selon les besoins des économies d'échelle, des économies de gamme, et de diversification de risques des dirigeants. Les propriétaires sont amenés à évaluer, et à assumer les risques agrégés d'un portefeuille de projets, et de moins en moins des projets individuels. La conception et l'évaluation des projets individuels tend à devenir une fonction interne (managériale) de l'entreprise. Seule la rentabilité et les risques globaux restent sous la surveillance des investisseurs.

A ce point, il est important de distinguer les deux formes d'investissement mandaté, qui mettent en œuvre deux voies d'interaction différentes entre les fournisseurs de capital et les dirigeants : « l'entreprise mandatée par le marché », et « l'entreprise mandatée par des investisseurs de contrôle ».

L'entreprise peut être dite mandatée par le marché, lorsque l'appréciation (l'évaluation et la valorisation) de son portefeuille d'activités s'effectue par la fixation d'un prix à la Bourse. Le marché (la communauté financière dans son ensemble) exprime collectivement et anonymement une opinion sur la valeur financière de l'entreprise — valeur présente de ses revenus futurs pondérés par leur probabilité. La cote boursière de l'entreprise exprime alors un prix d'équilibre qui reflète la valeur financière marginale de l'action dans tous les portefeuilles de tous les participants au marché.

Les investissements de l'entreprise mandatée par le marché sont engagés sous le mécanisme suivant : l'entreprise conçoit et initie ses nouveaux projets, et le marché exprime son jugement sur l'impact de ces projets sur les risques et la rentabilité composite (agrégée) de l'entreprise, en y associant un nouveau prix d'action. Le marché peut aussi ne pas réagir si aucun des participants ne perçoit une modification dans la valeur financière de l'entreprise. Il s'agit donc d'un processus séquentiel où les investisseurs réagissent *ex-post*, en modifiant le prix de l'entreprise à travers un désir d'engagement accru ou décru.

Dans des marchés boursiers fluctuants, les propriétaires de l'entreprise subissent « l'effet » de l'opinion des autres investisseurs — qui fixent collectivement la valeur de leur patrimoine. Ils sont donc touchés par la réaction (l'opinion) du reste du marché aux projets de l'entreprise dont ils sont propriétaires. Dans la mesure où ils sont sensibles à la valeur de marché de leur patrimoine, ils conçoivent la performance de l'entreprise non pas à travers le résultat financier de l'ensemble de son cycle d'investissement (sa rentabilité interne), mais à travers la valeur de son action à la Bourse. Dans leur jugement vis-à-vis des projets de l'entreprise, ils doivent anticiper et mimétiser eux-mêmes l'attitude du reste du marché. La performance des dirigeants et la possibilité de poursuivre leurs investissements sont donc évaluées et déterminées par l'opinion collective qu'ils inspirent au marché.

La deuxième forme d'entreprise mandatée, que l'on qualifie de mandatée par des investisseurs de contrôle, présente une procédure d'investissement radicalement différente. Son portefeuille d'investissements et ses projets sont validés directement par ses propres propriétaires. Le marché n'est pas tenu d'exprimer une opinion collective, à travers un prix pour le capital. La propriété de l'entreprise ne fait pas l'objet d'une cotation dans une Bourse permanente, ou bien encore, même si c'est le cas, les investisseurs de contrôle ne sont pas sensibles au prix formé sur ce marché.

Les entreprises qui recourent à un capital externe, qui recherchent sa

rémunération à travers les résultats propres de l'ensemble de son cycle d'investissement, et qui ne sont pas tributaires de l'appréciation et de l'opinion du reste du marché, entrent dans cette catégorie. Les investisseurs n'étant pas affectés par le prix de vente réel ou virtuel du capital, ils évaluent l'entreprise, ses projets et ses dirigeants par la rentabilité interne de ce capital (performance financière complète de ses cycles d'investissements). Dans les économies modernes, ce type d'investissement se retrouve dans des placements qui ne recherchent pas la liquidité immédiate, comme le capital-risque dans la création d'entreprises nouvelles, les investissements dans des entreprises non cotées en Bourse, mais aussi les investissements des actionnaires participant au « noyau dur » (peu sensibles aux fluctuations boursières) des entreprises cotées.

Ce caractère « privé » de la décision d'engagement du capital recourt à une information bilatérale et privée entre les fournisseurs de capital et la direction de l'entreprise.

Dans ce mode d'organisation, les dirigeants de l'entreprise sont des « mandataires » (*agents*) qui exécutent les décisions stratégiques et les directives des investisseurs, et non des « fondés de pouvoir » (*trustees*) dont les performances *ex-post* sont mesurées par le marché (cette différence entre une délégation de mandataire et une délégation de pouvoir est discutée par J. Pratt et J. Zeckhauser, *Principal and Agents : the Structure of Business*, EBS Press, Cambridge, 1986). Ce qui est distinctif dans cette forme d'investissement, c'est que l'évaluation de la valeur économique et des risques de projets est effectuée à l'intérieur d'une sphère bilatérale, interne et privée aux investisseurs et à leurs représentants.

Dans un cas particulier, ce rapport bilatéral subit l'intervention du marché externe, lorsque les propriétaires deviennent sensibles à la valeur liquide (négociable) de leur patrimoine. Dans toute considération de transformation de l'actif industriel en liquidité, l'investisseur industriel (re)devient tributaire de l'opinion et du prix du marché. Alors, il se comporte en investisseur industriel maximisant la rentabilité interne d'un portefeuille d'actifs illiquides. Le langage financier désigne judicieusement ce passage comme la « sortie » de l'investisseur.

L'investissement de crédit

En troisième lieu, des ressources de capital sont engagées dans des projets industriels sous forme de crédits aux entreprises. Dans cette forme d'investissement, des fonds sont prêtés aux entreprises pour compléter leurs fonds propres, en échange d'une promesse de remboursement dans des conditions préalables. La rémunération du capital se fait indépendamment de la performance financière ultime du projet.

Les créanciers d'entreprises industrielles n'estiment pas la valeur économique (la rentabilité actualisée) ajustée des risques d'un projet ou d'un portefeuille de projets. Ils n'achètent pas cette performance future. Ils achètent seulement une promesse légale de remboursement de la dette, qui est conditionnée par la capacité de l'entreprise à générer un surplus d'exploitation supérieure au coût de ses capitaux empruntés. Les fournisseurs de crédits évaluent, acceptent et gèrent ce risque « de solvabilité », qui ne se matérialise que si l'entreprise est en banqueroute (les revenus de l'entreprise ne suffisent même pas à rémunérer la partie empruntée de ses capitaux).

Cette caractéristique du crédit d'assumer les risques d'insolvabilité de l'entreprise sans être rémunéré (intéressé) par une éventuelle performance supérieure à son coût du capital a des conséquences sur la sélection des projets. Elle pèse sur la détermination du portefeuille d'activités de l'entreprise, ses décisions d'investissement et sa gestion, proportionnellement à la part qu'occupe le crédit dans son financement (ses sources de capital) total.

Parmi les projets et les entreprises à rentabilité économique équivalente (c'est-à-dire qui présentent la même valeur économique actuelle des profits futurs pondérés par leurs probabilités), les projets et les entreprises à faibles risques sont sélectionnés. Le marché du crédit n'affecte aucune valeur aux possibilités de surprofit dans les contingences favorables, alors qu'il sanctionne les risques dans les contingences défavorables. Pour cette raison, des entreprises et des projets à une valeur économique supérieure peuvent se retrouver avec une valeur financière inférieure (pour leurs propriétaires) après la déduction du coût du crédit.

Tant que le contrat de crédit ne peut allouer une récompense supérieure (symétrique) au créancier en cas de performance industrielle favorable, par exemple sous forme d'une prime de survie, le crédit n'est pas une forme de financement efficiente des risques industriels importants¹.

Le crédit peut néanmoins financer des investissements à hauts risques si l'entreprise peut accepter de payer des primes qui « surpénalisent » ses risques (par rapport à la probabilité de ses gains). Seuls des projets anticipant un très haut taux de rentabilité interne peuvent préserver une valeur nette positive après de telles primes « majorées ». Il est vrai que la plupart des projets avec une très haute rentabilité moyenne, sont aussi des projets avec une très forte dispersion des probabilités de gains. Dans ce cas, les marchés

¹ En échange, c'est une forme commode, relativement peu intensive en information, pour le financement des opérations sans ou avec peu de risques. C'est le cas des activités industrielles dont la solvabilité est largement assurée, c'est-à-dire dont les risques industriels ont déjà été gérés avec succès par d'autres investisseurs (comme c'est le cas des crédits d'exploitation à court terme), ou qui ont été diversifiés (voir le cas des crédits à de très grandes entreprises).

de crédits peuvent financer ce type d'opérations « de jeu », dans la limite des restrictions prudentielles. Certaines banques de taille modeste avec des comportements compétitifs offensifs, se spécialisent dans ce segment du marché.

La prime du risque du crédit dépend des possibilités de « sortie » du créancier face aux situations d'insolvabilité de l'emprunteur. Dans le calcul économique du crédit l'insolvabilité de l'emprunteur n'est pas une situation univoque équivalant au déclassement du crédit : les actifs négociables de l'entreprise en cas de banqueroute, la volonté et les moyens de ses propriétaires (et de ses autres créanciers) pour assurer la pérennité de l'entreprise (par une restructuration financière), la disponibilité des travailleurs à moduler les coûts salariaux en cas de problèmes pour redresser l'activité, sont des éléments contingents qui modèrent le degré d'irréversibilité des situations d'insolvabilité². Les créanciers fixent leurs primes de risques d'une manière inversement proportionnelle à ces possibilités et à ces coûts de sortie.

Il faut indiquer que l'évaluation, l'acceptation et la gestion des risques d'insolvabilité par les créanciers prend deux formes différentes dans les économies modernes : le crédit géré par les « marchés », et le crédit géré par des « contrats bancaires ».

138

Le crédit peut être géré « par le marché », lorsque la reconnaissance de dette de l'emprunteur est revendable par le prêteur dans un marché secondaire. Les obligations (et les billets de trésorerie) sont de tels titres cotés dans les Bourses de valeur. Cette négociabilité (liquidité) du crédit a des implications sur des risques qui peuvent être financés par ce moyen. En associant un prix à la reconnaissance de la dette, le marché exprime une opinion collective sur les risques d'insolvabilité de l'emprunteur. Pour qu'il y ait à tout moment des vendeurs et des acheteurs du titre au prix du marché, cette information doit être partagée par un grand nombre d'investisseurs. Seuls les titres d'entreprises largement connues, dont la situation solvable peut être collectivement diagnostiquée et communiquée dans un minimum de stabilité, parviennent à s'assurer cette liquidité.

La liquidité des titres permet aux investisseurs de « sortir » spontanément de leur position de créancier. Des dettes de long terme peuvent donc être contractées auprès d'investisseurs qui ne s'enferment pas dans un engagement de longue durée. Mais le marché assure la liquidité sans garantir la valeur du titre : l'évolution de la perception collective de la solvabilité de l'entreprise (pendant la durée de l'emprunt) se répercute sur le prix de

² Le statut légal des différents types de contrats de dette et la position « hiérarchique » des différents types de créanciers par rapport aux autres « ayant-droits » (notamment les salariés, les fournisseurs et les autorités fiscales) participent aussi de la détermination des coûts de sortie en cas de banqueroute.

marché de sa dette. Les investisseurs assument ce risque sous forme de risques de pertes en capital. De même, la variation dans le marché, du coût propre (avant-risque) du capital se répercute sur la valeur de marché des titres à taux fixes. Les investisseurs, chaque fois qu'ils fournissent un crédit à long terme, assument donc un risque de taux, même s'ils restent liquides.

Des techniques de *hedging*, comme la vente des devises à terme, des swaps de crédits, etc., permettent aux créanciers de partager ces risques avec d'autres investisseurs. Mais tant que le crédit est de longue période et à taux fixe, le secteur des investisseurs dans son ensemble assume les risques de taux propre (avant-risque) du crédit industriel. Les termes de crédit plus courts, et les taux variables ajustés sur ceux du marché, reflètent par contre une exposition moindre de la communauté des investisseurs aux risques de taux avant-risque. Dans ce cas, ce sont les entreprises et leurs propriétaires qui supportent les incertitudes des taux à long terme. Le risque de taux devient alors un « risque de coût » supplémentaire pour l'entreprise.

Les titres négociables assurent la divisibilité d'un emprunt parmi plusieurs investisseurs. Ils leur permettent de diversifier les risques d'entreprise dans leur portefeuille. Cette diversification, associée à une gestion « active » — achats et ventes continues — dans ces portefeuilles, situe chaque investisseur dans une position de créancier simultané d'un grand nombre d'emprunteurs. La surveillance de la solvabilité des emprunteurs sous la multiplication et la volatilité des créanciers tend alors à être effectuée par des parties tierces, comme les agences de *credit rating* et les sociétés de gestion de portefeuille. L'évaluation des risques d'insolvabilité tend à devenir une fonction externe, « sociale » dont l'impact dépend de l'acceptation de ses méthodes d'évaluation par la plus grande partie du marché, et sa réputation de fiabilité. Les créanciers eux-mêmes tendent à ne plus examiner directement la solvabilité de leurs débiteurs — la valeur marchande de leur portefeuille dépend de toute manière de l'opinion du reste du marché.

Le crédit peut être dit géré par des « contrats bancaires », lorsque la reconnaissance de dette n'est pas négociable et est détenue jusqu'à sa liquidation (son « remboursement ») par un même interlocuteur (« bancaire »). Ce mode d'engagement de capital assure la liquidité des créanciers ultimes que sont les dépositeurs, en faisant jouer la loi des grands nombres dans le passif des intermédiaires bancaires. En effet, les banques, en diversifiant leur passif, par la multiplication des dépositeurs, se permettent un certain degré de transformation de crédit en accordant des prêts à plus long terme aux entreprises. Comme les marchés de titres, l'intermédiation bancaire cherche donc à concilier l'exigence de liquidité des dépositeurs avec des engagements à plus long terme accordés aux emprunteurs. Elle s'en distingue cependant par ses procédures d'évaluation, d'acceptation et de gestion des risques d'insolvabilité.

— L'évaluation du risque est une opération bilatérale (privée) entre l'entreprise et la banque. Les banques étant elles-mêmes de grandes organisations institutionnelles, leurs méthodes peuvent être standardisées à l'intérieur de ces organisations, voire au niveau de la profession bancaire, mais la décision du crédit est toujours une opération d'information et de jugement qui reste subjective à la banque, où le reste du marché n'intervient pas. Tant qu'elle ne recherche pas à rendre liquide son portefeuille de crédits, l'évaluation de la banque et la prime de risque qu'elle estime appropriée n'a pas à obtenir la validation et la confirmation du reste du marché. Ce mode de décision entièrement privé autorise, à un coût d'information sur mesure, l'analyse des problèmes de solvabilité qui ne se prêtent pas à une procédure d'évaluation anonyme (communément partagée et communiquée) effectuée sur la base d'une information publique. Les sources et les méthodes d'information du banquier peuvent être totalement idiosyncratiques, privées et définies par le seul créateur.

Le crédit bancaire détermine une stratégie particulière du créateur face à la variation au cours de la durée du crédit, des risques d'insolvabilité de l'emprunteur. Alors que les détenteurs de titres de créances informés d'une augmentation des risques industriels sont incités à se dégager de leur position avant que le reste du marché ne fasse baisser le prix du titre (stratégie « d'exit » rapide) : les créanciers ne possèdent pas cette option de liquidation et, de surcroît, ont des engagements entiers et indivisibles qui concentrent sur eux le coût de l'insolvabilité de l'entreprise. La stratégie rationnelle est alors de détecter le plus rapidement possible la fluctuation de ces risques, et chaque fois qu'elles augmentent, d'aider l'entreprise à renforcer sa solvabilité. Aux procédures d'information privées entre le créancier bancaire et l'entreprise s'ajoutent donc des procédures de surveillance et d'assistance — inconnues dans les marchés de titres. Le crédit bancaire est un financement plus adapté aux entreprises et aux projets dont les risques d'insolvabilité peuvent varier dans le temps.

Le crédit bancaire finance également les entreprises dont la taille du passif ne justifie pas la création d'un marché de leurs titres. Le volume des placements sur ces titres peut être insuffisant pour justifier les coûts fixes de la formation d'un marché : les investissements d'information et de gestion d'une multitude d'investisseurs. Aussi, en deçà d'un seuil minimum du nombre d'intervenants, un marché de titres ne peut pas fonctionner correctement, c'est-à-dire sans que l'action de chaque investisseur n'ait une influence excessive sur la formation des prix. Le crédit bancaire est une forme de financement des opérations qui ne remplissent pas ces conditions de notoriété publique et de taille. Il peut produire et utiliser à une échelle optimale (en l'amortissant sur l'ensemble de la taille du crédit), l'effort d'évaluation nécessaire. En même temps, le rapport « monopolistique » qui

peut en résulter entre le créateur et son emprunteur devient un problème important dans la transaction du crédit.

Cet article discute les processus d'évaluation et de gestion des risques industriels dans les différentes formes d'engagement du capital dans l'industrie. Trois principales formes d'investissement sont distinguées : l'investissement propre d'entrepreneur, l'investissement mandaté, et l'investissement de crédit. L'article indique dans les deux dernières formes d'investissement, où les dirigeants de l'entreprise et les détenteurs de fonds doivent être séparés, l'évaluation des risques se fait soit par l'action anonyme d'un « marché » de titres, soit dans des « relations bilatérales » privées entre les investisseurs et les entreprises. Il décrit les différences fondamentales parfois insoupçonnées qui existent entre ces deux modes de financement, collectif et privé, de l'industrie — qui va au-delà de la distinction traditionnelle entre endettement et fonds propres.

Cette analyse conduit à voir que la question du coût de financement de l'industrie ne doit pas être vue aujourd'hui (seulement) comme une question de fixation du prix de marché des actifs financiers utilisés dans le financement de l'industrie. Les actifs financiers pour lesquels il existe un tel marché et donc un prix sur lequel la quasi totalité de la littérature de finance industrielle (*corporate finance*) s'est jusqu'ici concentrée (notamment avec la théorie de fixation de prix des actifs de capital — *capital asset pricing theory*) représentent seulement un bout de l'iceberg dans le financement de l'industrie. La détermination du coût du capital dans les entreprises non cotées (investissements propres d'entrepreneur) et dans les investissements « privés » (non liquides) des actionnaires et des créanciers « bilatéraux » méritent au moins autant d'attention dans l'étude des conditions de financement de l'industrie. Du point de vue de l'analyse industrielle, cette deuxième sphère de formation du coût de capital devient plus importante dans un contexte de hauts risques industriels et de difficultés d'ajustements et d'incertitudes dans les affaires, qui fait appel intensivement à ces financements privés. Dans les années 90 comme dans les années 80, l'acceptation et la détermination des primes de risques spécifiques aux entreprises devient probablement une question plus importante que l'établissement des paramètres du marché comme les « prime-rates » de crédits et les « risques conjoncturels » (B-risks) d'actions industrielles.

Cette perspective remet à l'ordre du jour le sujet des « systèmes nationaux de financement de l'industrie ». Si la libéralisation et l'intégration des marchés financiers tendent à faire converger les prix des actifs cotés dans les marchés financiers, et par conséquent le coût du capital investi à travers les marchés, les autres formes d'investissements comme les investissements propres d'entrepreneurs et les investissements privés de créateurs et d'actionnaires bilatéraux, émergent gérées dans le cadre des usages,

conventions et rapports d'un espace hautement privé et national, avant de devenir international. Considérées ensemble avec les formes d'interventions politiques dans le financement de l'industrie (comme les subventions, les garanties de prêts, les crédits et les placements publics), ces formes privées donnent un profil encore fortement national aux systèmes de financement de l'industrie. Les limites à la transférabilité internationale des formes de gestion les plus efficaces des hauts risques et incertitudes industrielles, pourraient alors devenir un facteur de différenciation supplémentaire dans l'évolution industrielle des grands pays.

COMMENTAIRE

ERIC NEMETH,

DIRECTEUR ADJOINT, BANQUE STERN

142

La perception des spécificités des systèmes nationaux de financement de l'industrie par les praticiens a été sensiblement amoindrie, par d'une part l'internationalisation rapide et sensible des marchés financiers au cours de la décennie passée en dépit du coup d'arrêt donné par le krack de 1987, et d'autre part, l'intégration européenne avec la « terre promise » de 1993. L'un des mérites de l'article de M. Gönenç est de faire ressortir que ces systèmes conservent encore un poids important dans la détermination du coût du capital investi dans l'industrie. Or, dans une économie où les échanges de biens sont de plus en plus mondiaux et où les barrières tarifaires et non tarifaires vont en se réduisant, un niveau de coût du capital sensiblement différent d'un pays à l'autre peut entraîner une distorsion sensible de la concurrence et aboutir, comme l'indique fort justement M. Gönenç, à un facteur de différenciation supplémentaire dans l'évolution industrielle des grands pays.

Le sujet n'est pas nouveau en soi. Le Japon, par exemple, grâce au niveau de ses taux d'intérêt et de son marché financier, conséquence directe de ses fortes capacités d'épargne, fait bénéficier ses grandes entreprises industrielles d'un coût du capital nettement inférieur à ses homologues occidentaux. Le coût du capital relativement élevé en France a eu des effets structurants sur nos entreprises ; on peut citer ainsi le recours massif à l'endettement pour bénéficier de l'avantage que représente la déductibilité des frais financiers de l'assiette fiscale, même si la récente baisse du taux de l'impôt sur les sociétés aboutit, par un effet pervers à remonter le coût moyen pondéré du capital. De même, les entreprises françaises ont souvent réalisé