

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

des investissements à l'étranger dans des pays à rentabilité apparente du capital élevée (souvent grâce à l'inflation) comme l'Espagne, l'Italie ou le Brésil aux dépens de pays à inflation faible et à rentabilité apparente du capital moyenne, comme la RFA ou le Japon.

L'article de M. Gönenç met en exergue que les différences entre les pays du coût du capital, à travers les divergences des « systèmes nationaux de financement de l'industrie », peuvent être aujourd'hui plus importantes pour les entreprises non cotées, essentiellement les PME, et les investissements privés que pour les entreprises cotées, qui ont accès aux modes de financement internationaux. Il est vrai que la réduction des différences de tous ordres entre les grands pays industriels rend d'autant plus sensible les spécificités nationales restantes.

On pourrait ainsi imaginer en l'absence d'une épargne nationale suffisante, que certains projets rentables d'entreprises privées moyennes ne puissent être réalisés contrairement à des investissements moins rentables effectués par des entreprises et des institutions présentant un degré apparent de risque plus faible pour les prêteurs, par exemple des grandes entreprises cotées du type *blue chip* ou des entreprises nationalisées puisque, comme l'analyse M. Gönenç, les prêteurs assument le risque d'insolvabilité sans être rémunérés par une éventuelle performance de la rentabilité de l'investissement projeté supérieure au coût du capital ; si tel était le cas, il existerait un « effet d'éviction » des projets rentables avec les conséquences qui en découleraient sur la création de richesses du pays considéré.

143

La préférence pour la liquidité des investisseurs, de plus en plus marquée, ainsi que le montre en France le succès des OPCVM court terme et plus particulièrement monétaires, rend les investisseurs en fonds propres plus exigeants sur les taux de rentabilité des investissements dans des entreprises non cotées ou à espérance de rentabilité différée, par définition illiquides. Le risque d'effet d'éviction est d'autant plus sensible que le coût des fonds propres est ainsi plus élevé pour les entreprises non cotées que pour les sociétés cotées. De ce fait, toute une série d'investissements, rentables pour ces dernières, ne pourraient alors être entrepris par les premières si les circuits de financement nationaux autres que les apports en fonds propres ne jouaient pas pleinement leur rôle et préféreraient financer des projets d'entreprises sûres mais moins rentables.

Ce point peut paraître paradoxal à une époque où les fonds prêts à s'investir dans des projets risqués et à horizon long semblent relativement abondants comme le montrent le développement du *Venture Capital* aux Etats-Unis, en Grande-Bretagne et en France, le marché de financement de projets, ou encore le succès des émissions de fonds propres d'Eurodisneyland et d'Eurotunnel (à un moindre degré pour cette dernière) auprès du public. Le paradoxe n'est qu'apparent. En effet, si les professionnels du

capital-développement et du capital risque se plaignent souvent d'avoir plus de fonds à investir que de « bons projets » à financer, leurs critères de rentabilité minimum, 20 à 35 % par an de retour sur les capitaux investis, sont en général bien au-delà des taux de rentabilité exigés par les grandes entreprises cotées faisant appel aux marchés internationaux des capitaux pour leurs projets d'investissement.

On pourrait donc s'interroger de manière légitime sur les limites d'une politique industrielle très volontariste financée dans un cadre national qui risquerait de provoquer l'effet d'éviction mentionné précédemment aux dépens des PME, par un soutien massif à des entreprises peu rentables mais présentes dans des secteurs dits de pointe.

On peut toutefois espérer que le développement — encore insuffisant à ce jour — de structures intermédiaires, spécialisées dans le capital développement et le capital risque, avec un actionnariat diversifié et de plus en plus international, puisse conduire, par le jeu de la concurrence normale entre ces structures, à une baisse de leurs exigences de rentabilité minimum permettant ainsi de financer encore plus de projets rentables de PME, et de représenter ainsi un relais pour la croissance à une période où les investissements industriels des grandes entreprises semblent marquer le pas. Encore faudrait-il que ces structures se développent dans tous les grands pays à la fois, pour ne pas être un facteur de différenciation supplémentaire entre pays...

COMMENTAIRE

JACQUES PECIA,

DIRECTION GÉNÉRALE DES ÉTUDES, BANQUE DE FRANCE

L'article de M. Gönenc présente de manière très didactique les trois grandes formes de gestion financière de risques industriels que l'on peut trouver dans tout « système national de financement de l'industrie » moderne. Il s'agit d'une formalisation systématique, bien que non mathématique, des relations existantes entre degré d'autonomie nationale, types de financement et efficacité industrielle qui est éclairante car elle nous oblige à réfléchir sur l'évolution très rapide qui a conduit la France à abandonner l'économie d'endettement et tous les contrôles qu'elle pratiquait jusqu'alors.

Deux des trois formes principales d'analyse des risques industriels retenues par l'auteur sont assorties de variantes et au total on peut discerner cinq systèmes de financement que l'on peut présenter selon le risque décroissant que prennent les prêteurs et investisseurs en finançant les projets d'investissement.

— L'étude analyse d'abord « l'investissement propre d'entrepreneur ». Un grand nombre de petites entreprises particulièrement innovantes rentre dans cette catégorie. L'auteur confirme que les projets sont risqués et donc porteurs car ils sont décidés et supportés financièrement par le seul propriétaire-manager. On sait qu'aujourd'hui les pouvoirs publics mettent à juste titre de grands espoirs dans ce type d'entreprises pour rénover l'appareil industriel et accroître l'emploi.

— « L'investissement mandaté par quelques investisseurs » extérieurs dits de contrôle. Le projet peut être plus important que le précédent. Le choix des investisseurs n'est pas tributaire du marché ni des mouvements collectifs d'opinion sur la valeur du titre. Il peut s'agir de filiales de sociétés cotées.

— « L'investissement mandaté par le marché. » C'est la méthode d'analyse financière des risques industriels qui s'est développée le plus rapidement en France au cours des dernières années. Dans ce système l'investisseur surveille beaucoup plus la valeur actuelle et à venir que le marché donne à son titre que les résultats économiques et financiers de l'entreprise. Les projets industriels financés de cette sorte sont à la fois de grande taille et risqués car les investisseurs sont attirés par un système où il a un lien entre récompense (plus-values) et résultats de l'entreprise à la différence de ce qui suit.

— « L'investissement de crédit géré par le marché » fait intervenir les institutions financières. Il ne peut concerner que les projets non risqués puisque le prêteur, qu'il soit rémunéré par un taux fixe ou variable, ne peut guère profiter de l'éventuel succès du projet. En revanche, il peut sortir en cas de début de difficultés de l'un ou de l'autre. Son titre est liquide grâce à la titrisation avec décote, s'il y a lieu. Mais sur le continent cette technique est encore rare en dépit d'un certain développement des billets de trésorerie d'une durée supérieure à 2 ans souscrits dès l'origine par les banques.

— Enfin, le cinquième cas est celui de « l'investissement de crédit géré par des contrats ». C'est encore le cas le plus fréquent que nous trouvons aujourd'hui en France, si on analyse les seuls encours.

Il est clair que le banquier prêteur va limiter davantage ses risques. Ce type de financement est plus strictement national car il reste à l'abri des désordres internationaux mais il n'est pas porteur de grandes innovations industrielles, comme celui analysé dans le premier cas.

La globalisation des marchés fait converger les prix des actifs cotés (actions et obligations). En cas de tourmente financière ou monétaire les

sociétés, analysées dans les troisième et quatrième cas, dont l'importance quantitative n'est pas négligeable, sont mises en difficulté. C'est ainsi que les grandes sociétés françaises sont affectées par les variations des taux du marché monétaire dans leurs projets d'investissements alors que les plus petites sont partiellement protégées de ces fluctuations grâce à l'existence du taux de base bancaire et des manipulations des réserves obligatoires, (novembre 1991). Cependant le rôle du taux de base bancaire est de plus en plus mineur.

L'évolution industrielle d'un pays est dès lors liée à la transférabilité internationale des méthodes de financement les plus modernes, c'est-à-dire celles assurées par les marchés financiers. Or l'existence de ces derniers développe l'irresponsabilité du prêteur et de l'emprunteur.

Remarquons toutefois que la globalisation des marchés n'a toujours pas nivelé, au plan mondial, les taux longs qu'ils soient nominaux ou réels et encore moins les PER et que les « frontières » existent donc encore. C'est ainsi qu'un rapport encore provisoire, commandé par la formation compétente du Conseil national de l'information statistique, présidé par l'auteur de ces lignes, montre clairement que la dichotomie entre l'évolution de la sphère financière et celle de la sphère réelle est différente selon les quatre pays et les périodes analysés et que la France est le seul pays à se caractériser par une dichotomie significative depuis 1984 en liaison avec la libéralisation des marchés et des politiques... De même le Japon n'a connu sa véritable crise boursière qu'au premier semestre 1990 et non en octobre 1987.

Cette systématisation dans la présentation des méthodes d'analyse financière ne doit pas nous faire oublier les spécificités nationales et le fait que les financements pour les grandes entreprises sont en pratique panachés, c'est-à-dire qu'ils reposent sur un mixage des trois dernières méthodes : crédit titrisé ou non avec ou sans émission de titres lesquels sont détenus par le public ou par les banques.

Il est vrai que si les pouvoirs publics gardent encore une certaine maîtrise du système national de financement, il n'en demeure pas moins que des difficultés croissantes risquent de se produire, comme le décrit de façon pédagogique l'auteur dans cet article. Il est, en revanche, dommage que les rôles respectifs à l'égard des risques industriels des commissions de Bourse, des commissions bancaires et des agences d'évaluation n'aient pas été suffisamment soulignés ni celui des marchés dérivés vis-à-vis du risque de taux ni encore celui des assurances pour le risque d'insolvabilité. Enfin, il ne faut pas oublier que « l'investissement de crédit géré par les contrats » a l'immense mérite d'être éligible, sous une forme adéquate, aux interventions du prêteur en dernier ressort que sont les Banques centrales ce qui n'est pas le cas des autres moyens de financement.