

# Arbitrage entre croissance interne et externe en France

Didier PENE

Professeur au centre HEC/ISA

Les débats sur les décalages entre la sphère financière et la sphère réelle ont été nombreux au cours de ces derniers mois. L'investissement fait partie des domaines qui ont donné lieu à des discussions animées. Selon certains, les entreprises françaises auraient, au cours de ces dernières années, consacré une part excessive de leurs ressources à des placements financiers de type spéculatif et à des prises de contrôle qui ne seraient pas directement créatrices de richesse et d'emplois. Le résultat en serait un investissement productif qui aurait diminué de 0,1 % en France depuis 1981 alors qu'il aurait crû, au cours de la même période, de 47,6 % au Japon, de 31,4 % en Grande-Bretagne, de 26,9 % aux USA, de 14,2 % en Italie et de 8,5 % en RFA<sup>1</sup>.

Nous n'avons pas l'intention de trancher la question si l'investissement financier a été et/ou est encore exagéré par rapport à l'investissement direct ou non, mais d'essayer de comprendre la profonde mutation que l'investissement a connue en France depuis la première « crise » pétrolière. En replaçant ce qui s'est passé dans ce domaine dans son contexte macro et micro-économique sur une plus longue durée cette analyse s'efforcera de prendre du recul par rapport aux chiffres bruts en analysant *ex post* les arbitrages effectués et de nuancer les jugements des uns et des autres au sujet de l'hypertrophie de l'investissement financier et externe ou, ce qui revient au même, de l'atrophie de l'investissement direct.

## LA DIMINUTION DE LA FORMATION BRUTE DE CAPITAL FIXE

La première évolution significative est la diminution de la formation brute de capital fixe (FBCF) globale de 24,3 % à 18,9 %<sup>2</sup> du PIB entre 1974 et 1986, soit plus de 5 % du produit intérieur brut. L'ensemble des agents économiques en sont responsables.

■ Ainsi, l'investissement des ménages, qui représente environ un quart de la FBCF, a diminué au cours de la période, en pourcentage, de plus de 2 % du PIB<sup>2</sup>. Ce n'est pas surprenant quand on se souvient que le nombre de logements construits a atteint

1 — Faits et arguments.

2 — Comptes de la nation-Crédit national.

un maximum de 546 000 en 1972, s'élevait encore à 514 000 en 1975<sup>3</sup> pour descendre à 237 000 en 1986 ! L'amélioration sensible de l'équipement des ménages grâce à l'effort considérable fait dans ce domaine depuis le début des années cinquante, la réduction des avantages fiscaux, la hausse du coût nominal puis réel de l'endettement combinée avec un ralentissement de l'accroissement du revenu des ménages expliquent, pour l'essentiel, cette évolution que l'on a connue dans la plupart des pays d'Europe.

■ *L'investissement des administrations publiques*, qui pèse pour environ la moitié de celui des ménages, a, de son côté, diminué au cours de la même période d'environ 0,7 % du PIB<sup>2</sup>.

Ainsi, l'investissement direct de ces deux catégories d'agents économiques a décliné de près de 3 % du PIB. Or, s'il ne s'agit pas d'investissements productifs, il ne faut pas oublier que la diminution relative des investissements des particuliers et des administrations publiques réduit la demande à de nombreuses entreprises dont celles de secteurs comme les matériaux de construction, le verre, le BTP, etc. et a de ce fait indirectement un effet dépressif sur l'investissement de ces activités.

■ *L'investissement du secteur productif*, au sens de la FBCF, a bien entendu également diminué, de 13,2 à 10,4 % du PIB (ou de 10 à 8,7 % en dehors des entreprises individuelles) entre 1974 et 1985<sup>4</sup>. Mais cette évolution globale recouvre des mouvements contrastés.

■ *Ainsi, l'investissement des grandes entreprises nationales (GEN)*, modéré au début des années soixante-dix, a d'abord connu un grand essor pour culminer à la fin des années soixante-dix. Cette croissance était en partie le résultat d'une politique volontariste destinée, entre autres, à compenser la baisse de l'investissement des autres entreprises (voir graphique page 114). Elle s'est manifestée en particulier à l'EDF (électronucléaire), aux P et T (rattrapage du retard dans l'équipement téléphonique) et à la SNCF (TGV). Mais l'achèvement des plus gros travaux pour les deux premières entreprises, le changement de la conjoncture pétrolière pour l'électronucléaire et la réduction des investissements charbonniers ont réduit la part de ces dépenses dans les années quatre-vingt. Celles-ci ont diminué d'environ 1 % du PIB depuis la fin des années soixante-dix.

On y voit l'importante baisse de l'investissement des grandes entreprises nationales (indice 78,4 en 1987 contre 100 en 1980) ainsi que le poids de la diminution des investissements énergétiques (indice 110 pour l'investissement industriel sans l'énergie en 1987 contre 98,6 pour l'ensemble des entreprises non financières (incluant l'énergie à partir d'une base 100 en 1980).

■ *L'investissement des autres entreprises* a suivi une évolution différente, avec une baisse entre 1974 et 1977, une reprise jusqu'en 1980, une nouvelle baisse jusqu'en 1984 avant un redémarrage qui se poursuit encore. Mais cette évolution recouvre des situations très variées. Ainsi l'investissement dans l'agriculture baisse depuis le début des années quatre-vingt à cause de la stagnation du revenu agricole, de la surproduction et de l'endettement élevé des exploitations. L'investissement dans le secteur financier diminue sensiblement après la période de suréquipement des banques en agences des années soixante et du début des années soixante-dix. Il en va de même, depuis 1974 ou parfois seulement depuis 1980 dans un certain nombre de secteurs souvent lourds, qui ont été particulièrement touchés par la « crise » et la nouvelle concurrence comme la sidérurgie, les matériaux de construction, la chimie de base, le raffinage, l'automobile, où il y a souvent eu surinvestissement auparavant. Dans d'autres activités comme le BTP, la baisse a

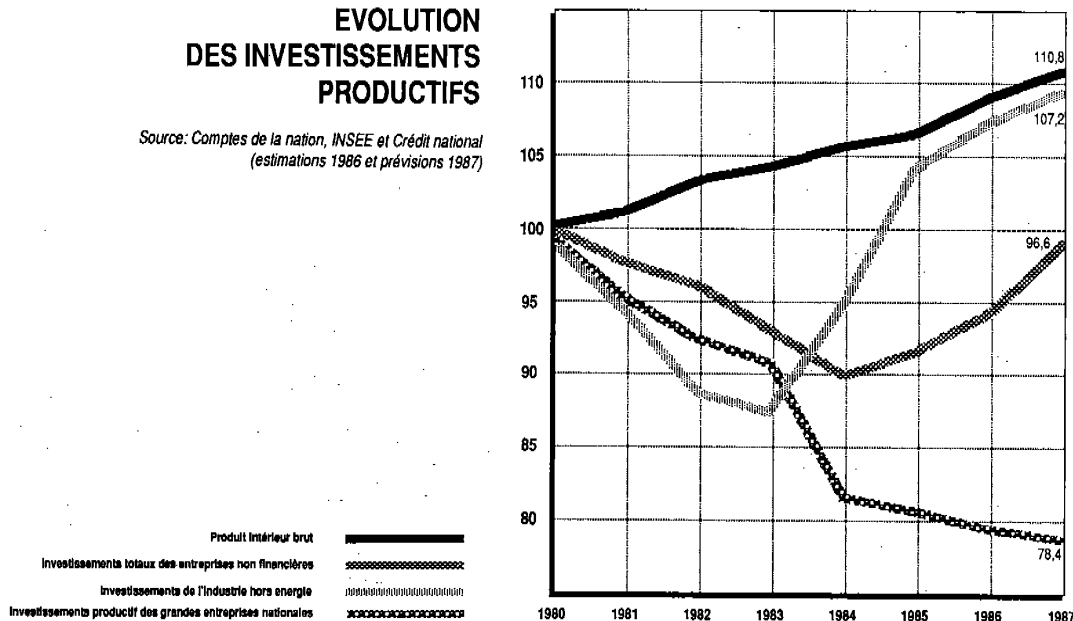
3— Tableaux de l'économie française. Insee, 1987.

4— Comptes nationaux de l'OCDE et de la France.

## 1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

### EVOLUTION DES INVESTISSEMENTS PRODUCTIFS

Source: Comptes de la nation, INSEE et Crédit national  
(estimations 1986 et prévisions 1987)



été provoquée d'abord par la diminution de la demande interne, puis par celle des pays pétroliers. Pendant ce temps, l'investissement croît plus ou moins rapidement dans d'autres secteurs. Parmi ces derniers, on peut mentionner les industries agricoles et alimentaires, les biens d'équipement professionnel mécaniques, électriques et électroniques, l'aéronautique, la chimie fine et la pharmacie, le textile et l'habillement, le commerce, la restauration, l'hôtellerie et les services marchands aux entreprises et aux particuliers.

### UNE RÉPARTITION HARMONIEUSE DES INDUSTRIES À TRAVERS LE MONDE

On peut déjà faire un certain nombre de remarques à ce stade. D'abord, l'investissement des entreprises a plutôt décrû dans des activités à forte intensité capitalistique et s'est plutôt développé dans des activités plus légères. On voit là un trait caractéristique de l'évolution des anciens pays industriels. Pour survivre, les activités à forte intensité capitalistique doivent dégager une marge élevée, que leur valeur ajoutée soit élevée ou faible. Or, si les vieux pays industriels peuvent compenser des coûts plus élevés dans des activités à forte valeur ajoutée, cela leur est moins facile quand cette dernière est faible comme c'est souvent le cas dans l'industrie lourde. D'où une tendance de l'industrie française, comme de celle de ses partenaires traditionnels, à abandonner au moins partiellement les secteurs à forte intensité capitalistique aux nouveaux pays industriels et à s'orienter vers des activités plus légères et à forte valeur ajoutée. L'évolution de sociétés comme Framatome, qui se développe dans les services informatiques liés à sa compétence, est, à cet égard, significative.

Cette évolution de type structurel, qui est une condition d'une répartition harmonieuse des industries à travers le monde entre pays anciennement industriels, nouveaux pays industriels et peut-être un jour pays actuellement en voie de développement en fonction des avantages comparatifs, conduit naturellement à une réduction relative du taux d'investissement dans des pays comme les nôtres.

Malgré cette évolution, si l'on se limite à l'investissement manufacturier dans son ensemble, il n'aurait baissé que de 15 % de la valeur ajoutée en 1974 à 14,5 % en 1986, après avoir, il est vrai, touché un niveau minimum de 12,5 % en 1982, ce qui semblerait montrer que la réduction de l'intensité capitaliste constatée dans l'industrie prise dans son ensemble a été compensée par une intensification de l'effort d'investissement dans les activités en expansion. Mais surtout, le taux d'investissement manufacturé aurait été en France en permanence supérieur à celui de la RFA, des USA et du Royaume-Uni, quoique inférieur à celui du Japon !<sup>5</sup>.

Enfin, si l'investissement productif des entreprises a décliné depuis 1974, il est important de noter que l'investissement en biens d'équipement durables (*voir tableau ci-dessous*) n'a diminué en valeur relative depuis cette date que de 9,9 à 9,4 % du PIB. Cela doit signifier que la part de l'investissement productif qui s'est le plus réduite concerne les bâtiments et constructions diverses et non les équipements, ce qui est plutôt rassurant en matière de compétitivité. On voit également que pour ce type d'investissement particulièrement important, en matière de concurrence internationale, la France soutient très bien la comparaison avec ses principaux rivaux. On note d'une part qu'en cette matière, la France est mieux placée que les autres pays industriels à part le Japon, d'autre part que la part relative de l'investissement en biens d'équipement durables a diminué plus rapidement au Japon qu'en France entre 1973 et 1984.

#### INVESTISSEMENT TOTAL EN BIENS D'ÉQUIPEMENT DURABLES

(en % du PIB)	Canada	USA	Japon	RFA	France	RU	Italie
1974	7,8	7,0	12,7	7,7	9,9	9,0	10,2
1975	8,2	6,7	12,7	7,7	9,2	8,3	8,6
1980	8,4	7,6	10,3	8,9	9,8	8,5	8,6
1984	6,8	7,4	10,1	8,2	9,1	8,2	7,5
1985	—	7,7	—	—	9,4	—	7,9

115

Source :  
Comptes nationaux  
des pays de l'OCDE.

#### L'investissement immatériel

Mais il faut également tenir compte du fait que les mesures courantes de l'investissement sont de plus en plus inadéquates. Ce dernier est mesuré à travers la FBCF, c'est-à-dire l'investissement corporel qui est comptabilisé au bilan des entreprises. Or la part de l'investissement économique qui croît le plus rapidement, en particulier dans les entreprises les plus dynamiques, à savoir l'investissement immatériel en recherche et développement, formation, marketing et fabrication de logiciels est le plus souvent comptabilisée en charges dans le compte de résultat. Ainsi, il n'est pas considéré officiellement comme un investissement.

Comme il représentait 21 % de la formation brute de capital fixe des entreprises en 1974, 36 % de ce dernier en 1984<sup>6</sup> et peut-être plus de 40 % en 1988, les statistiques officielles occultent une part de l'investissement économiquement productif qui doit représenter approximativement 29 % de l'ensemble !

Si l'on fait confiance aux statistiques relatives à l'investissement immatériel, la croissance de ce dernier aurait représenté, entre 1974 et 1988, l'équivalent d'une

5— « Ya-t-il un retard de la France en matière d'investissement » par Bénard F., Rouilleault H. et Temple Ph. Direction de la prévision, 1986.

6— « La montée de l'investissement intellectuel » par Kaplan M.C. et Burckler J.P., *Futuribles*, juillet-août 1986.

## 1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

augmentation d'environ 16 % de l'investissement productif des entreprises (au sens de la FBCF).

De ce fait, l'accroissement de l'investissement immatériel compenserait presque la diminution relative de l'investissement productif des entreprises mentionnée ci-dessus, et si on considère l'investissement immatériel comme l'équivalent sur le plan économique et non plus comptable de la FBCF, l'investissement productif global des entreprises françaises aurait fort peu décliné au cours de la période.

Par ailleurs, l'accroissement de l'investissement immatériel renforce la tendance mentionnée ci-dessus des « vieux » pays industriels à substituer autant que faire se peut des investissements à forte valeur ajoutée et à faible intensité capitalistique aux investissements lourds. Sans doute faut-il utiliser avec prudence les statistiques relatives à l'investissement immatériel, d'abord parce qu'il y a encore des contestations sur sa définition, ensuite parce que les données ne sont pas faciles à rassembler. Mais malgré une marge d'erreur probablement non négligeable, ces chiffres montrent que la modification des processus d'investissement depuis quatorze ans est peut-être plus importante que l'éventuelle diminution relative de l'investissement productif des entreprises.

### **INVESTISSEMENT FINANCIER ET INVESTISSEMENT PRODUCTIF**

Malgré ces chiffres plutôt rassurants, l'investissement financier, au sens de placements de trésorerie éventuellement spéculatifs, aurait-il connu, au cours de la période 1974-1988, un essor excessif qui aurait pénalisé l'investissement productif ?

D'abord, les placements financiers de cette nature des entreprises concurrentielles non financières ne se sont développés qu'à partir de 1983 (5,3 milliards de francs en obligations et 20,2 en organismes de placements collectifs en valeurs mobilières, les OPCVM, contre 7,5 l'année précédente), mais surtout en 1984 (- 0,9 milliards en obligations et 59,7 en OPCVM), 1985 (8,1 milliards en obligations et 40,3 milliards en OPCVM) et 1986 (23,4 milliards en obligations et une soixantaine en OPCVM)<sup>7</sup>. Leur essor a donc correspondu au début de la reconstitution de la trésorerie de nombreuses entreprises, au moment où la rentabilité économique de ces dernières était encore très faible. Ensuite, ils ont partiellement été effectués aux dépens des liquidités dont la croissance s'est sensiblement ralentie à la même époque, surtout entre 1984 et 1986<sup>7</sup>.

#### **Effet de levier négatif**

Ceci dit, il était financièrement normal pour les entreprises d'effectuer des placements financiers de trésorerie à cette époque. C'est en effet à partir de 1982 que l'effet de levier de la dette des entreprises françaises dans leur ensemble est devenu négatif comme l'ont montré L. Lévy-Garboua, G. Maarek<sup>8</sup> et C. Saint-Etienne<sup>9</sup>. Cela signifie que la forte diminution de la rentabilité économique de ces dernières au début des années quatre-vingt n'était pas compensée par la baisse du coût de l'argent, la réduction de l'inflation étant partiellement corrigée par la hausse du taux d'intérêt réel. On peut dire, pour simplifier, que la rentabilité de l'investissement devenait inférieure au coût de la dette et que de ce fait, l'investissement nouveau diminuait la rentabilité des fonds propres au lieu de l'accroître ou même de la maintenir, ce qui n'était pas satisfaisant pour l'actionnaire.

7—*Banque de France. Statistiques financières annuelles. Séries rétrospectives années 1976-1986, pp. 164 et seq.*

8—*« La dette-Le boom-La crise » par Maarek G. et Lévy-Garboua V., Economica, p. 67.*

9—*« Politique financière et entreprises françaises » par Saint-Etienne C., Economica, p. 30.*

Ainsi, la combinaison d'une détérioration des conditions d'exploitation des entreprises et d'un coût de l'argent toujours élevé ne favorisait pas l'investissement industriel. Beaucoup d'entreprises étaient cependant forcées de s'endetter pour survivre, mais cet endettement excessif mettait en même temps souvent leur existence en cause. Il n'est pas surprenant dans ces conditions que dès que ces entreprises ont dégagé quelques ressources, leur première préoccupation ait été le désendettement. Mais la simple baisse du coût nominal de l'argent, en provoquant des plus-values sur les titres, rendait en même temps le placement financier fort intéressant et la rentabilité qu'il générait était vitale.

### **Coup de semonce**

À l'époque où l'investissement productif a atteint son niveau le plus bas, on a donc assisté logiquement à une sorte d'arbitrage partiel de l'investissement productif vers le désendettement et l'investissement financier. Les plus-values financières ont permis de compenser partiellement des pertes ou une faible rentabilité de l'exploitation courante.

Cette situation aurait été grave si elle avait duré trop longtemps. « Heureusement », après quelques coups de semonce en 1986, la hausse des taux d'intérêt qui s'est produite en 1987 et les perturbations boursières de la fin de la même année ont montré que les placements financiers trop spéculatifs pouvaient entraîner des moins-values.

Et même si le taux d'intérêt réel toujours très élevé rend encore des placements financiers plus rentables que nombre d'investissements productifs, il semble que la situation ne soit plus inquiétante. La combinaison du désendettement relatif des entreprises françaises que traduit la diminution de leur besoin de financement externe<sup>10</sup> et de leur taux d'endettement<sup>11</sup>, de l'amélioration de leur taux d'autofinancement (passé de 57,5 % à 89,9 % de 1981 à 1987<sup>12</sup>), de la reprise de l'investissement productif à partir de 1984 et de la stabilisation de leurs investissements en trésorerie (*voir ci-dessus*) montre que les entreprises françaises, en voie d'assainissement, aussi bien de leur rentabilité que de leur financement, ont retrouvé un comportement normal.

117

### **La montée des investissements de croissance externe**

Le relais aurait-il été pris par les prises de participation et de contrôle, domaine dans lequel une frénésie d'achats aurait donné naissance à une « bulle » financière ? Les placements annuels en actions des sociétés et quasi-sociétés (SQS) se situaient en dessous de 10 milliards de francs jusqu'en 1981, ont atteint environ 25 milliards en 1981 et 1982, puis un autre palier d'une quarantaine de milliards (40,8 en 1983 et 44,5 en 1984) avant de dépasser les 65,5 en 1985<sup>7</sup>.

Selon une étude récente de P & F Associates concernant les fusions et acquisitions portant sur un transfert de plus de 10 % du capital et d'un montant supérieur à 10 millions de francs, les regroupements d'entreprises auraient atteint une vingtaine de milliards en 1985 et une cinquantaine en 1986<sup>13</sup>. Compte tenu des conditions restrictives de cette étude, les chiffres réels sont certainement supérieurs. Ils ont probablement encore augmenté en 1987 et l'on appelle déjà 1988 l'année

10— « La volonté d'être France » par Saint-Etienne C. *Economica*. Tableau 1, p. 20.

11— *op. cit.* en 10, tableau 18, p. 56.

12— *Notes bleues. Les comptes prévisionnels de la Nation pour 1987 et principales hypothèses économiques pour 1988*. Tableau 16, p. 62.

13— « Les fusions et acquisitions en France en 1986 » par P & F Associates, pp. 24 et 36.

## 1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

des OPA ! Cette forte croissance est confirmée par le Crédit national<sup>14</sup>, selon lequel les entreprises françaises qui auraient consacré de 8 à 10% de leur budget d'investissements physiques aux prises de participation de 1982 à 1985 auraient fait passer ce pourcentage à 17% en 1986. On peut donc dire que ces investissements de croissance externe ont crû fortement ces dernières années et ont atteint depuis 1986 des taux supérieurs à 1% du PIB.

Bien entendu, ces acquisitions et fusions ne sont pas assimilables à des investissements productifs au sens de la FBCF, puisqu'il s'agit de transferts d'actifs et non d'acquisitions ou de création de capacités de production nouvelles.

Et les préoccupations financières n'ont pas, non plus, été étrangères à leur essor.

■ Les actions sont des titres financiers dont la valeur, comme celle des obligations, augmente avec la baisse du coût de l'argent et donc du taux d'actualisation. Mais les actions bénéficient une seconde fois de la diminution du coût de l'argent à travers la réduction des charges financières des entreprises. Ces deux facteurs ont joué à plein de 1982 à 1987.

■ Une hausse importante du marché des actions pendant une longue période favorise les prises de participation ou de contrôle car elle permet à l'acquéreur de minimiser les risques de perte. En effet, un marché déprimé se caractérise par des ratios cours boursiers/actif net par action ou PBR (*price/book ratio*) inférieurs à l'unité. L'acheteur pourra gagner de l'argent dans la plupart des cas de figure.

### Cotation en bourse et plus-value

Pour illustrer ce point, prenons comme exemple le cas d'une société qui, dans un marché déprimé, a une valeur d'actifs de 200 et une valeur boursière de 100 qui constitue, par hypothèse, le prix d'achat. L'acquéreur fera une plus-value alternativement ou conjointement :

- si le marché monte ;
- s'il redresse la société ;
- s'il vend les actifs en pièces détachées sur la base d'une valeur de 200 ;
- si la société attaquée se défend et lui rachète ses titres au-dessus d'un prix de 100.

Il ne faut pas non plus négliger les avantages financiers de ce que l'on peut appeler l'effet de levier boursier.

L'achat d'une entreprise à redresser n'est pas coûteux. Si elle est cotée, la perspective de son redressement fait monter plus rapidement et fortement son cours que l'amélioration des résultats d'une division parmi d'autres ne le fait du cours d'une société intégrée. La hausse du cours accroît la capacité d'endettement et permet de procéder à des augmentations de capital à des conditions avantageuses. Elle facilite également une croissance externe par échange de titres.

La cotation en bourse facilite la réalisation de la plus-value et permet, généralement, grâce à la liquidité supérieure de la société cotée, une plus-value plus importante que pour une entreprise non cotée. Mais la plus-value maximale peut être obtenue quand l'acquéreur, agissant comme les sociétés de capital-risque, prend le contrôle d'une entreprise non cotée, la redresse puis l'introduit sur le second marché pour bénéficier des effets mentionnés ci-dessus. Ces facteurs ont joué à des degrés divers au cours de ces dernières années.

Il ne faut pas oublier non plus la préoccupation de groupes, en particulier familiaux, de profiter de la hausse des cours pour céder des participations avec une plus-value parfois considérable, ni les mouvements provoqués par le souci de groupes

14 — « Evolution des investissements productifs et des prises de participations externes » par Mentré P., PDG du Crédit national, dans le compte-rendu du colloque sur « l'investissement, logique industrielle ou financière », du 9 décembre 1987.

d'actionnaires et/ou de dirigeants de se protéger contre des attaques intempestives, par exemple par des augmentations de capital ou des émissions de bons de souscription d'actions réservées, le recours à des achats d'actions de la société par des « amis », le rachat direct des actions de la société menacée, etc.

## **UNE RUPTURE DANS LE FONCTIONNEMENT DES ÉCONOMIES MONDIALES**

Cependant, malgré des préoccupations financières évidentes, la plus grande partie des opérations de croissance externe de ces dernières années ont eu principalement un objectif économique et stratégique. D'un point de vue théorique, les buts de la croissance externe sont toujours la recherche d'effets de synergie et/ou la diversification ; sous un angle plus pratique, la recherche d'une taille critique et la conquête de parts de marché, l'occupation de nouveaux créneaux, le recentrage sur les métiers de base, le regroupement à caractère défensif, etc.

Mais l'accélération du processus au cours de ces dernières années est vraisemblablement due, sans oublier l'impulsion donnée par les nombreuses déréglementations, à la prise de conscience qu'une rupture est en train de se produire dans le fonctionnement des économies mondiales. Qu'on mette l'accent sur l'explosion de la concurrence des Nouveaux pays industriels (NPI) et des restructurations qu'elle nécessite, sur l'Acte unique européen de 1992, sur la mondialisation des marchés financiers et des marchés de biens et de services, sur les mutations technologiques, sur la vanité de la fermeture des frontières quand on peut la contourner en construisant des usines sur place ou en achetant une entreprise du pays considéré, un nombre croissant d'entreprises sont convaincues qu'elles doivent se préparer très rapidement à ces échéances.

Or seule la croissance externe permet d'augmenter ses parts de marché ou de se lancer dans d'autres activités rapidement, en particulier quand le taux de croissance du secteur est trop faible pour qu'on puisse se développer sans déclencher une lutte acharnée avec les concurrents à qui on veut prendre des parts de marché.

119

### **Nouvelles activités**

Par ailleurs, ces mutations économiques et technologiques contraignent souvent les entreprises à se lancer dans de nouvelles activités. Or, quand il s'agit de se lancer dans une activité nouvelle, l'achat d'une entreprise qui fonctionne dans le nouveau métier peut donner l'impression que l'on réduit les risques par rapport à un démarrage à partir de zéro. Dans un cas comme dans l'autre, le gain de temps et/ou l'éventuelle réduction du risque se paiera par une prime de prise de contrôle élevée. Mais ce surcoût apparaîtra souvent comme un inconvénient moindre que la disparition ou la perte de contrôle au profit d'un acheteur non désiré.

### **Recherche d'une capacité technologique et diversification**

Dans cette perspective, l'urgence de la recherche d'une capacité technologique que l'on ne possède pas peut conduire à l'achat d'une entreprise qui la détient de préférence à un investissement direct aux effets plus lents et plus aléatoires (prise de participation de Cap-Gemini-Sogeti dans ITMI pour l'acquisition d'une compétence dans l'intelligence artificielle). La situation est proche dans la diversification de groupes comme Bouygues dans la télévision (TF1) ou la CGE dans la presse et l'édition (Presses de la Cité et CÉP), où la croissance externe permet l'apprentissage rapide d'un métier totalement différent des activités traditionnelles de l'entreprise.

### **Regroupements défensifs et préventifs**

L'urgence apparaît également dominante dans de nombreux regroupements



## 1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

défensifs destinés à atteindre une taille critique suffisante face à la concurrence, par exemple des NPI, par la constitution de groupes de taille comparable (acquisition par Thomson de l'électronique grand public de General Electric) ou par des alliances avec des entreprises des pays conquérants (machines-outils). Il en va de même dans des regroupements de type préventif, c'est-à-dire destinés à prendre le contrôle d'une entreprise avant que d'autres ne le fassent. On peut interpréter ainsi la prise de contrôle d'Equity and Law par la Compagnie du Midi, le renforcement de la participation d'Air France dans Air Inter, l'entrée de Suez dans la Société générale de Belgique, etc. Il ne faut pas non plus négliger le besoin de rapidité dans la croissance externe technique, c'est-à-dire celle qui permet d'acquérir les moyens d'opérer dans des marchés modifiés, élargis ou plus complexes. On peut faire entrer dans cette catégorie l'achat de réseaux commerciaux dans d'autres pays européens dans la perspective de 1992 ou la prise de contrôle par des banques, des compagnies d'assurance ou des *brokers* de charges d'agents de change français.

### Acquéreurs et vendeurs

Les préoccupations économiques et stratégiques apparaissent également dans le fait que les principaux groupes acquéreurs sont souvent les principaux vendeurs. Parmi les dix sociétés qui ont été les plus actives en matière d'acquisition entre 1983 et 1986, on trouve six des vendeurs les plus dynamiques<sup>13</sup>. Ce double mouvement d'achat et de vente semble indiquer que les acquisitions et cessions sont beaucoup plus destinées à réorienter l'activité de l'entreprise qu'à substituer les facilités de la croissance externe aux disciplines de la croissance interne.

Des travaux récents confirment ce point de vue<sup>14</sup>. Ce sont les entreprises qui investissent le plus qui sont également les plus actives dans le domaine de la croissance externe. Il y aurait donc complémentarité des deux types d'activité et non substitution de la seconde à la première.

L'analyse de regroupements de l'année écoulée renforce cette thèse. L'examen d'un échantillon de prises de contrôle et de participation significatives effectuées d'octobre 1986 à la fin de 1987 par des entreprises, à l'exclusion des institutions financières, montre que les objectifs stratégiques à moyen et long terme l'ont nettement emporté sur les préoccupations financières à court terme<sup>15</sup>.

On peut classer suivant le critère qui semble le plus significatif les soixante-neuf opérations étudiées de la façon suivante :

- Augmentation de la part de marché-recherche d'une taille critique sur le marché national : 20.
- Augmentation de la part de marché-recherche d'une taille critique à l'étranger : 14.
- Occupation de nouveaux créneaux dans des métiers connexes : 12.
- Cessions avec recentrage sur le(s) métier(s) de base : 10.
- Diversification dans d'autres activités : 10.
- Regroupements à dominante défensive (protection contre une éventuelle prise de contrôle) : 2.
- Opération à caractère uniquement financier : 1.

### Une mutation plus qu'une diminution de l'investissement en France

Ainsi, même s'il n'est pas question de considérer la croissance externe à dominante économique et stratégique comme identique à l'investissement direct, il est évident qu'elle en est souvent, à notre époque, le complément nécessaire. Dans bien des cas, l'investissement direct serait gaspillé s'il n'était pas effectué dans une entreprise

<sup>15</sup> — « Arbitrage entre investissement direct et croissance externe » par Pène D. dans le compte-rendu du colloque sur « l'investissement, logique industrielle ou financière » du 9 décembre 1987.

rendue compétitive par la croissance externe. Or, si l'on ajoute à l'ensemble de ce que l'on peut appeler investissement 1 % du PIB que l'on peut considérer approximativement comme de la croissance externe productive, l'investissement productif global des entreprises n'a vraisemblablement pas diminué en pourcentage depuis le premier choc pétrolier.

Ainsi, la France a beaucoup plus connu, depuis 1974, une mutation qu'une diminution de son investissement. Certes, l'investissement global au sens de la FBCF a décliné, comme il l'a fait dans à peu près tous les grands pays industriels traditionnels, mouvement qui semble lié au ralentissement de la croissance. Mais l'investissement des entreprises s'est surtout transformé en profondeur.

Le premier phénomène important est la réduction de l'investissement public, que ce soit celui des administrations publiques ou des grandes entreprises nationales, surtout au cours des dernières années. Le deuxième phénomène concerne l'évolution de la part respective de l'investissement de type immobilier et de l'investissement en biens d'équipement durables des entreprises. Les entreprises, comme les particuliers, ont, semble-t-il, moins investi dans la pierre qu'auparavant. Cette évolution est capitale, d'abord parce qu'elle montre que face à une situation financière délicate, les entreprises françaises ont préféré sauvegarder les équipements, ensuite parce que cette préférence pour les investissements en biens d'équipement durables, essentiellement de productivité, expliquent en partie, aussi bien l'évolution défavorable du chômage que la détérioration de la balance des échanges industriels, une partie importante de ces biens étant importée.

Le troisième phénomène important est l'évolution vers une moindre intensité capitaliste qui apparaît d'une part dans la réduction du taux d'investissement dans un certain nombre de secteurs lourds et de son accroissement dans des activités en général plus légères ; d'autre part dans le développement considérable de l'investissement immatériel.

121

Mais on objectera que si la situation de l'investissement en France est plutôt favorable en matière de compétitivité, on comprend mal pourquoi les parts de marché à l'étranger des entreprises industrielles françaises se sont réduites depuis le début des années quatre-vingt.

Le paradoxe n'est qu'apparent. Les exportations françaises reposaient largement sur des grands contrats civils (barrages, centrales, usines clés en main, métropolitain, etc.) qui comportaient une forte dose de matériels publics, de constructions, et de biens produits par des secteurs à forte intensité capitaliste dont la demande s'est réduite, soit à cause de la concurrence accrue des nouveaux pays industriels, soit à cause de la baisse de revenus de clients comme les pays producteurs de pétrole ou des pays en voie de développement peu solvables, soit à cause d'une baisse générale de la consommation (plates-formes pétrolières, nucléaire, produits énergétiques). Par ailleurs, jusqu'à ces dernières années, une partie importante des investissements en biens d'équipement durables s'est égarée dans ces activités en perte de vitesse. Il faut laisser aux entreprises françaises le temps de s'adapter à de nouveaux besoins que leur environnement traditionnel ne prédisposait pas à satisfaire.

La croissance externe apparaît donc nécessaire, soit pour renforcer des positions traditionnelles (téléphonie, industries de luxe, nucléaire, etc.) soit pour se développer sur des créneaux où l'on pense pouvoir réussir (électronique grand public, informatique, chimie fine et pharmacie, etc.) soit pour défendre des secteurs menacés (assurances, finances, presse, édition et communication etc.).

L'investissement financier entre dans la même logique, si l'on fait abstraction des « excès » dus à une situation conjoncturelle exceptionnelle. L'amélioration de la

## 1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

gestion de trésorerie et du financement long, longtemps freinée par des réglementations contraignantes, est rendue possible par la libéralisation des marchés financiers. En contrepartie, elle est un élément de réduction des coûts dont beaucoup d'entreprises étrangères bénéficient et dont les sociétés françaises ne peuvent plus se passer.

On a donc beaucoup plus assisté à une révolution inévitable de l'investissement qu'à une « bulle » financière qui aurait perturbé une situation saine.

### **Un rattrapage en voie d'achèvement ?**

Le mot révolution est peut-être trop fort, mais il met l'accent sur le fait que si l'on considère l'évolution sur le plan international, les processus d'investissement semblent s'être plus profondément modifiés en France que dans la plupart des autres grands pays industriels. La réduction du rôle de l'État est comparable à ce qui se produit en Grande-Bretagne, mais plus forte qu'aux USA et en RFA. La diminution du poids de la construction semble avoir été plus importante en France que dans la plupart des autres pays. Le développement de la croissance externe est sans doute moindre qu'aux USA, mais il est équivalent à celui de la Grande-Bretagne et nettement supérieur à celui de la RFA et du Japon.

Ainsi, tout ce qui s'est passé en France en la matière s'est également produit ailleurs, mais il semble qu'aucun des autres pays n'ait connu l'ensemble des mêmes phénomènes avec la même intensité. Peut-être cela reflète-t-il seulement le fait que l'économie française, moins rentable, plus dirigiste, plus engagée dans la construction et les activités capitalistiques que la plupart de ses concurrents, avait un chemin plus long à parcourir. Le rattrapage est-il en voie d'achèvement ? Il semble que l'investissement reprenne avec vigueur. Faut-il aller plus loin ? Quoi que l'on fasse, il faut bien comprendre ce qui s'est passé et continue à se produire avant de prendre des mesures qui, sans cela, risqueraient, comme cela s'est produit tant de fois dans le passé, de passer à côté du problème donc de ne pas atteindre les effets espérés et d'engendrer des gaspillages. □