

# Commentaire

Bertrand Larrera de Morel

Président Directeur Général de SOFARIS et de l'ANVAR

USA, Japon, RFA, Royaume-Uni, France... Leurs croissances économiques ont été générées par des investissements matériels et immatériels qui ont pourtant été financés de façon très différente, voire antinomique, jusqu'au début des années quatre-vingt. Ces divergences étaient remarquées quant aux recours aux marchés financiers ou à l'endettement, aux relations entre la banque et l'industrie, à l'intervention des pouvoirs publics et au rôle joué par le capital-risque. Ces divergences avaient des répercussions majeures sur les structures financières des entreprises.

Depuis 1984-1985, les relations entre la finance et l'industrie sont engagées dans un processus d'homogénéisation au niveau international.

Et le mérite revient à M. de Bandt d'avoir effectué ces comparaisons internationales, avec une perspective historique mettant bien en exergue ces évolutions majeures, comparaisons émaillées d'informations récapitulatives précieuses sur les structures financières des entreprises et leurs disparités intersectorielles.

Je m'attacherai à retracer les points forts de cet article, en axant tout particulièrement mes réflexions sur le cas de la France.

La première partie de l'article, consacrée aux structures de financement jusqu'à la fin des années soixante-dix, met en relief les fortes dispersions sectorielles françaises en matière de rapport entre fonds propres et endettement, ainsi que les différences du coût d'accès au financement, plus prononcées dans les économies d'endettement

telles que celle de la France, que dans les économies de marchés.

Mais l'enseignement principal me semble résider dans le constat que les stratégies d'endettement ont été arrêtées en fonction des rentabilités plus ou moins satisfaisantes des entreprises. À cet égard, les comparaisons faites avec les entreprises exportatrices des différents grands pays sont très significatives (B-3). Dans cette grande compétition internationale, certains semblent suivre avec aisance cette voie royale, d'autres, moins doués, ont recours au dopage pour suivre le peloton de tête mais le payent tôt ou tard.

La voie royale est empruntée par les entreprises japonaises, allemandes et américaines qui, avec une avance technique et une implantation commerciale supérieures aux autres, dégagent une bonne rentabilité économique des capitaux mis en œuvre dans l'entreprise. Cette forte capacité d'auto-financement ne rend pas nécessaire le recours à des ressources extérieures de financement importantes. Lorsqu'elles s'avèrent cependant nécessaires, elles sont recherchées de préférence auprès des marchés parmi lesquels celui des actions joue un rôle important. Ce recours est rendu facile par la bonne santé financière de l'entreprise qui a, avant l'émission d'actions et, *a fortiori*, après l'émission, des ratios fonds propres/endettement plus que satisfaisants. Ainsi s'amorce un cercle vertueux. À l'opposé, certains pays comme la France, se sont lancés courageusement sur les marchés internationaux. Ils ont fortement investi en équipements

## C O M M E N T A I R E

mais, sans doute, pas assez en recherche et développement, marketing et formation et, de ce fait, ont dégagé une rentabilité économique inférieure à celle de leurs concurrents. Leurs ressources secrétées de façon interne (auto-financement) étant insuffisantes, le recours aux ressources externes s'est avéré nécessaire et s'est opéré, de façon privilégiée, sous forme d'endettement.

Le recours aux émissions d'actions n'était, en effet, pas très facile dans la mesure où le marché pouvait ne pas être très intéressé par des entreprises insuffisamment rentables. D'autre part, l'endettement exerçait, jusqu'au début des années quatre-vingt, une séduction à laquelle peu d'entreprises résistaient. Les taux d'intérêt réels, quasi nuls ou même négatifs (1965-1980), étaient inférieurs à une rentabilité économique même faible, et l'endettement exerçait donc son effet de levier positif en dopant la rentabilité des fonds propres. Les effets pernicioeux de ce dopage sont apparus le jour où les taux d'intérêt sont devenus positifs (décennie 1980) et que l'effet de levier s'est inversé, pénalisant alors la rentabilité financière.

De la seconde partie de l'article, je retiendrai surtout les éléments concernant la France et qui montrent une évolution très profonde du comportement des entreprises. Dans un premier temps, les entreprises ont compris que les délices de l'endettement recelaient quelques poisons et elles ont privilégié le désendettement, mais de façon négative en arbitrant entre investissement et désendettement en faveur du second terme (1980-1985). Postérieurement, elles ont repris leur marche en avant, en réinvestissant à nouveau et en faisant appel, pour leurs besoins externes de financement, au marché des actions, qui, parallèlement, s'était modernisé et diversifié (second marché...). Les chiffres parlent d'eux-mêmes : en dix ans, les émissions d'actions ont, en pourcentage du PIB, quadruplé (passant de 0,53 % du PIB à 2,12 %). Monsieur de Bandt note avec justesse que cet appel accru au capital à risque provient également des évolutions structurelles des marchés et des investissements. Les marchés, moins compartimentés, sont plus instables et dépendent de la

conjoncture mondiale. Les investissements « immatériels » (R. et D., etc.) ont un retour moins assuré que les équipements traditionnels.

Ces aléas doivent être pris en compte et les financements dont la rémunération, voire le remboursement, sont liés aux résultats de l'entreprise doivent être privilégiés. D'où l'essor des financements en fonds propres, et notamment en « capital-risque ».

Cette évolution n'aurait pas pu se produire si, parallèlement, les entreprises françaises n'avaient pas retrouvé leur rentabilité. La restauration des marges a diminué la pression de la demande de financements extérieurs. Elle a offert, d'autre part, des perspectives favorables aux capitaux s'investissant à risque dans des entreprises. Le marché a d'ailleurs courageusement anticipé cette évolution et l'a, de ce fait, accélérée.

La troisième partie, qui analyse le reflux des aides publiques directes, montre bien le parallélisme des évolutions nationales en la matière. Les Pouvoirs Publics ne se désintéressent pas pour autant du problème de financement de l'entreprise mais ils interviennent par la voie fiscale et par celle des garanties. Sur ce dernier point, je me référerai à l'exemple de Sofaris qui regroupe aujourd'hui l'essentiel des fonds de garantie publics en France. Par rapport aux instruments d'aide directe, l'intervention de Sofaris se distingue par le caractère horizontal et participant de ses interventions. La garantie est accordée aux banques non pas en fonction de critères sectoriels, mais d'objectifs horizontaux (création, transmission d'entreprises, etc.). La garantie étant partielle, il s'agit d'un accompagnement des banques qui ne sont pas déresponsabilisées dans leurs choix. Enfin, il s'agit d'interventions à effet de levier puissant. La garantie étant partielle (50 % en général) et seules les pertes finales étant prises en compte, un franc d'argent public peut servir à mobiliser entre 8 à 12 francs de financements privés.

Il s'agit là de la forme moderne d'intervention de l'État que l'ensemble des pays industrialisés a récemment adoptée ainsi que le montre Monsieur de Bandt. □