

PRÉSENTATION

Christian Marbach

Chargé de mission auprès du ministre de l'Industrie

La *Revue d'Economie Financière* m'a demandé quelques commentaires sur quatre textes qu'elle publie dans le présent numéro, et qui sont relatifs au financement de l'industrie. Je le fais bien volontiers ; non pour espérer ajouter quelque chose à ces études qui, chacune dans le domaine qu'elles couvrent, sont remarquablement complètes et argumentées, mais pour aider à les lire. Car ces textes placent presque toujours le lecteur, plus ou moins consciemment, dans la situation du financier, de l'investisseur, de l'actionnaire, du prêteur ; et il n'est pas inutile d'analyser aussi le point de vue de l'entrepreneur, du prêteur, de l'industriel en quête de fonds propres ou de crédits. Pour ma part, j'ai certes été « financier », à Sofinnova, à l'Anvar, ou comme gestionnaire du Fonds Industriel de Modernisation ; mais aussi, sensible par métier et formation aux évolutions de la vie technique et industrielle, j'ai essayé de toujours me positionner en priorité au bénéfice des entreprises ; amené au ministère de l'Industrie à raisonner en termes à la fois macro-économiques et micro-économiques, amené à analyser l'impact de décisions gouvernementales ou financières sur l'industrie, à long terme plus qu'à court terme, j'ai tout naturellement la tentation de le faire pour l'ensemble de mes lectures.

Il ne s'agit pas ici, bien sûr, de mener je ne sais quelle « dispute » théologique pour affirmer la primauté des secteurs primaire ou secondaire sur le secteur tertiaire, *a fortiori* de l'industrie sur les services et les banques. Il s'agit simplement de se souvenir que la France a une réalité industrielle et une culture industrielle et qu'il n'est pas dans sa nature (quoi qu'on ait pu en dire) de passer à une ère post-industrielle sans industrie au nom d'une division théorique du travail international ; ses plus grands succès industriels sont d'ailleurs situés dans des domaines où précisément la connivence et la solidarité des entreprises, des organismes financiers et de l'Etat ont été fortes et clairvoyantes : nucléaire, télécommunications, pétrole, aéronautique, spatial, transports en commun. Par conséquent, aujourd'hui comme hier, tout doit être fait pour que les entreprises industrielles françaises soient en mesure d'affronter leurs compétiteurs sur un terrain toujours plus international dans un contexte technologique toujours plus affirmé. Cela suppose d'abord des entreprises riches en ressources humaines (primauté, oui, à l'investissement

immatériel, aux capacités de management, aux percées technologiques, à la formation et à la motivation de l'ensemble du personnel), mais aussi des entreprises capables de décider et d'effectuer leurs investissements matériels de la manière la plus efficace et au moindre coût, de pouvoir développer leur stratégie internationale grâce aux outils financiers les plus pertinents, de pouvoir bénéficier de l'appui d'actionnaires par ailleurs motivés, à juste titre, par la rentabilité de leurs investissements.

Le dialogue indispensable entre le chef d'entreprise et le financier peut d'ailleurs se nourrir d'une saine compétition. Il n'est pas illogique que l'entrepreneur à la recherche d'actionnaires par le biais du *venture capital* examine les *records* (au sens américain autant que français du terme) de ses possibles associés puisque, après tout, le *venture capitaliste* examine les *business plans* de sa future participation potentielle. Bravo donc à Charles Soullignac d'avoir, avec une patience de bénédictin, épluché les comptes, affichés ou agrémentés des plus-values latentes, des sociétés de capital risque et d'en avoir proposé une typologie dont j'approuve les grands principes. Bravo aussi à lui d'avoir avec finesse essayé de séparer les facteurs de la conjoncture et ceux tenant aux capacités des équipes, et d'avoir souligné l'importance de la courbe d'apprentissage et de l'effet d'expérience des pionniers. On me pardonnera certainement, en ajout à cet article et aux remarques faites aussi à ce sujet dans l'écrit de Michel Castel et Yves Ullmo, de rappeler ici le rôle de pionnier qu'à l'imitation de certains organismes américains actifs sur la Route 128, près de Boston, une société comme Sofinnova a pu et su jouer dans les années 70. C'est qu'en France ce métier était à inventer. Les réalités réglementaires (par exemple la possibilité de compter sur un fonds de garantie) et financières (non-développement du second marché et de la Bourse) étaient bien plus pénalisantes : l'appétit même des entrepreneurs pour coexister avec des *venture capitalistes*, c'est-à-dire des actionnaires actifs extérieurs au premier cercle « des proches de leur famille » était inexistant. Il est évident que le succès de Sofinnova a été financier, en France et aux États-Unis, mais aussi « exemplaire », au sens étymologique du terme, pour avoir ouvert en France une voie désormais suivie par de nombreux fonds ou de nombreuses sociétés. Cependant, pour des raisons que Charles Soullignac observe d'ailleurs fort justement — coût de l'expertise, coût de la gestion — les organismes français de capital risque sont parfois conduits à s'éloigner des catégories d'entreprises où leur impact sur l'économie industrielle serait précisément le plus utile, les entreprises en création et les entreprises de haute technologie relativement coûteuses en investissement (quelques dizaines de millions de francs) et tout de suite multinationales. Les incertitudes et les difficultés d'analyse de ces projets expliquent cette possible dérive : il serait bon que la communauté administrative et financière française au lieu de se féliciter des succès du *venture capital* que rappelle M. Soullignac, ou, à plus forte raison, de se satisfaire à bon compte de l'usage abusif de ce terme, essaie d'y réfléchir, comme je l'y ai invité lors du congrès de l'EVCA qui s'est tenu à Monte-Carla en juillet 1990 ¹.

¹ Ce discours a été reproduit dans le numéro de novembre 1990 de la Revue du Financier.

PRÉSENTATION

Cette indispensable capacité à analyser, puis accompagner les entreprises et les projets des partenaires industriels est évidemment au centre de l'analyse de Dorothée Rivaud-Danset. Elle est en effet au cœur de « l'expertise » des organismes financiers, elle est le fondement de leur compétitivité propre en matière d'emplois de fonds. Qu'il s'agisse de suivre un modèle de crédit « à l'acte » ou un modèle « à l'engagement », ou d'ailleurs toute formule intermédiaire, le problème des établissements financiers est évidemment de porter un jugement autonome sur les évolutions ou les décisions des entreprises en quête de financement. Cependant, il me paraît sans doute un peu arbitraire de ramener le type d'analyse « à l'acte » à une sorte de « crédit scoring » qui peut certes s'utiliser avec succès pour des opérations répétitives, type crédit-bail d'équipement, comme *a contrario*, de réduire les crédits d'engagement à une confiance personnalisée fondée sur le respect des engagements de la société dans le passé ou la participation de la banque à la gestion de l'entreprise. Car les décisions des financiers me paraissent avoir toujours été basées à la fois sur l'analyse du ou des projets en cours et sur le jugement d'ensemble porté sur l'entreprise : le temps où un banquier finançait n'importe quoi pourvu que l'hypothèque soit de premier rang et consistante, s'il a jamais existé, est heureusement révolu.

Pour ma part, acte ou engagement, je crois que les banquiers seront confrontés à une difficulté de plus en plus forte de compréhension et d'analyse des entreprises comme le sont tous les partenaires de l'entreprise ou d'ailleurs les chefs d'entreprise eux-mêmes : la globalisation de l'économie mondiale et son explosion technologique ne facilitent pas le travail du décideur d'un crédit, qu'il soit titulaire d'une délégation locale, ou qu'il s'agisse de la direction des engagements responsable d'en dresser un cahier des charges. Comprendre globalement les entreprises, c'est-à-dire appréhender les capacités de leur management, les avantages de leur position technologique et concurrentielle, leur capacité à affronter les turbulences, telle est de plus en plus la tâche des financiers, au moins autant que d'analyser les ratios des bilans ou les courbes des cours de Bourse. Ceci est vrai des banques comme des assurances ou des OPCVM (comme le soulignent J.O. Hairault et F. Portier, le rôle de ces opérations est de plus en plus croissant) ; cela est vrai des banques françaises comme de leurs consœurs étrangères qui viendront de plus en plus proposer à nos entreprises françaises crédits et fonds propres. Pour que nos organismes financiers continuent avec succès à accroître leur rôle dans le financement des entreprises françaises, à augmenter leur portefeuille de fonds propres, ils doivent continuer à développer leur capacité à analyser les faits technologiques et les marchés mondiaux. Ils doivent aussi montrer encore davantage leur capacité réelle à gérer à grande échelle à la fois des participations et des crédits. Ce problème me paraît non effleuré par notre auteur, ni d'ailleurs dans l'article de MM. Castel et Ulmo, et je le regrette, car de sa solution pratique et déontologique dépend la qualité du dialogue entre entreprise et banque, l'absence potentielle de conflits d'intérêts vite possibles. Sinon « l'asymétrie » soulignée par D. Rivaud-Danset risque de n'être pas seulement contractuelle, ou liée à la façon dont se collecte et se traite l'information, mais psychologique et donc plus gênante, alors même que nous avons besoin en France d'inventer

entre le monde de l'entreprise et celui de la finance une solidarité, toujours plus active, à l'image de celle que l'on trouve en Allemagne ou au Japon.

Réfléchir sur la « nouvelle intermédiation » comme le font MM. Castel et Ullmo, au-delà d'une analyse remarquable des facteurs de mutation des années quatre-vingt (déflation, croissance des taux d'intérêt réels, inopérance des effets de leviers, etc.), c'est aussi rejoindre le problème de l'organisation des marchés des crédits entre entreprises et prêteurs, et le rôle potentiel de prescripteurs et intermédiaires en crédits ou en fonds propres. Incontestablement, pendant ces dernières années, l'évolution a été là aussi tout à fait positive, permettant une meilleure optimisation de l'allocation des ressources, un arbitrage mieux clarifié entre financement du marché et financements intermédiés, une meilleure gestion du risque de crédit aux entreprises. Mais les auteurs ont aussi tout à fait raison d'attirer l'attention sur deux caractéristiques encore essentielles dans le paysage français actuel.

L'une porte sur les fonds propres : même si les gestionnaires de fonds propres pour le capital-risque maîtrisent totalement leur métier (comme l'a montré Charles Soulignac) même si les banques s'impliquent toujours davantage dans cette partie (comme l'a signalé D. Rivaud-Danset), certains freins d'ordre psychologique, fiscal ou législatif demeurent assez forts pour freiner le développement d'une réelle économie de fonds propres, et je souhaite répéter à nouveau que de la bonne maîtrise de ce problème dépend une santé totalement retrouvée de nos entreprises ; la France n'a pas encore complètement accepté l'idée que les entreprises doivent d'abord se financer en fonds propres, par autofinancement ou appel aux capitaux extérieurs.

Autre difficulté, toujours d'actualité : le financement des PME. La liberté d'action plus grande obtenue surtout par les entreprises importantes, comme par ailleurs la difficulté d'analyse plus importante par les banques des problèmes des PME, et donc les aléas de la « mutualisation » faisant peser sur les PME seules le surcoût de la prime de risque et de certaines défaillances, handicapent les petites et moyennes entreprises dans l'accès au crédit et dans son coût. Le creusement de l'écart des taux entre grandes et petites entreprises, déjà analysé par Michel Dietsch dans cette même revue en 1989, continue à poser un problème dont les pouvoirs publics ne peuvent se désintéresser alors même que la nécessité des PME dynamiques, loin d'apparaître comme une alternative à celle des grandes compagnies à ambition internationale, est de plus en plus reconnue comme leur indispensable complément. La concurrence bancaire, plus intense, ne saurait à elle seule répondre à cette préoccupation. L'Etat peut-il se contenter d'examiner ce phénomène en laissant jouer la loi du marché et de la concurrence entre banques ? Peut-il se contenter de se féliciter de ce que le niveau des taux d'intérêt, élevé, conduira mécaniquement à une meilleure sélection des investissements — ce qui permet à certains commentateurs d'expliquer que le handicap apparent des taux est en fait un « signal » vers les PME — un encouragement pédagogique pour un investissement plus clairvoyant ? Ou bien, *a contrario*, l'Etat doit-il par des voies réglementaires ou financières, chercher à « compenser » ce handicap ? Dans une certaine mesure, j'en ai toujours été partisan (d'où les mesures d'ailleurs obtenues à ce sujet lors de

PRÉSENTATION

l'élaboration du plan gouvernemental PMI de septembre 1990). De même, le dialogue entre banques et PMI doit continuer à s'améliorer : par exemple, les PME doivent être plus exactement informées des conditions de leurs crédits, et être en mesure de se former à la lecture de leurs contrats de financement : la Banque de France, avec l'appui du ministère de l'Industrie, a lancé sur ce sujet des initiatives tout à fait positives.

S'il est enfin un point où toutes nos analyses se rejoignent, c'est pour souligner le contexte de plus en plus international dans lequel les problèmes de financement de l'entreprise se posent. Cela pose problème pour les entreprises, dont la « nationalité » devient parfois très difficile à définir, au point de troubler commentateurs ou gestionnaires de la politique industrielle, et dont le financement est de plus en plus multinational. Cela pose problème pour les banques, confrontées à une nécessité de gérer leurs ressources comme leurs emplois (fonds propres et crédits) sur des marchés internationaux et exposées au jugement des cabinets internationaux d'audit ou des agences de « rating ». Dans tous les métiers financiers, crédits, fonds propres, venture capital, assurance, comme dans tous les métiers industriels, la dimension internationale va se développer. C'est de notre capacité à l'intégrer tout en cherchant à bâtir une solidarité par ailleurs encore plus forte de tous les acteurs financiers et entrepreneurs, que dépend la bonne solution des problèmes de financement de l'industrie, et donc la croissance de notre pays.