

Mondialisation et recomposition du capital des entreprises européennes

*Président
Michel Dietsch*

*Rapporteurs
Edouard Mathieu
Moustanshire Chopra*

Décembre 2003

Remerciements

de

Michel Dietsch

Ce rapport est issu d'un groupe de travail qui a réuni des experts provenant des entreprises, des administrations économiques et de l'Université, de la fin 2001 à l'automne 2002. Les travaux de ce groupe ont fortement bénéficié de cette diversité d'horizons, d'approches et de compétences de ses membres. Que tous soient remerciés pour la richesse des échanges, la pertinence des analyses et les propositions constructives concernant l'orientation des travaux sur un sujet où l'inquiétude et la polémique ont trop souvent tendance à l'emporter sur la sérénité et la rigueur.

L'objectif de ce groupe était tout d'abord de réunir des informations statistiques aussi complètes que possible sur la détention du capital des sociétés françaises par des non-résidents. Ce rapport n'aurait pu voir le jour sans les travaux statistiques originaux réalisés sur cette question par la Banque de France. Je tiens à remercier tout particulièrement Frédéric Boccara et Frédéric Lambert pour leur contribution. Mais il est rapidement apparu nécessaire d'étendre le champ des investigations aux stratégies d'ouverture internationale des entreprises françaises et plus généralement à la compréhension des tendances à l'eupéanisation des sociétés. Les présentations de Pascal Quiry (BNP-Paribas), Nam-Honn Kang (OCDE) et Adriaan Dierx (Commission Européenne) ont certainement servi de révélateur pour cette orientation. Les analyses statistiques d'Isabelle Rabaud de la Direction du Trésor, ainsi que les travaux d'Anne-France Delannay et Pierre-Guillaume Méon, menés à la demande du Commissariat général du Plan, ont alors permis d'apporter un éclairage original sur un sujet vital pour la poursuite de la construction européenne. Qu'ils en soient remerciés.

Au-delà de cet état des lieux, le rapport a voulu proposer des pistes de réflexion pour une meilleure compréhension des déterminants de la recomposition du capital des entreprises et de ses effets sur l'emploi. Il s'est particulièrement nourri sur ce point à la fois de la pertinence des analyses de terrain,

- Remerciements -

judicieusement choisies par Edouard Mathieu, mais aussi de la profondeur des points de vue académiques exprimés par José Allouche et Bruno Amann, Daniel Baudru, Jérôme Caby, Charles-Albert Michalet, Véronique Magnier, Michael Pajot et David Thesmar. Je leur en suis très reconnaissant.

Ce rapport s'insère aussi dans un ensemble de travaux du Commissariat général du Plan sur le financement de l'économie, conduits sous l'autorité scientifique de Michèle Debonneuil. Ce rapport doit énormément aux initiatives, aux suggestions et aux commentaires que celle-ci a su apporter en permanence aux travaux du groupe.

Enfin, au nom de tout le groupe, j'adresse tous mes remerciements aux rapporteurs, pour leur remarquable travail de synthèse. Ce rapport a fortement bénéficié des investigations créatives d'Edouard Mathieu, et de la détermination constructive de Moustanshire Chopra, auxquels j'exprime toute ma gratitude. Que Patricia Germain soit chaleureusement remerciée pour son entier dévouement et sa grande gentillesse ainsi que Marie-Françoise Le Guilly et Jean-Michel Krassovich pour leur aide précieuse.

Avant-propos

par

Alain Etchegoyen
Commissaire au Plan

Les entreprises, leurs capitaux et leurs marchés sont au cœur de la mondialisation de l'économie et du commerce. Cette « mondialisation » des entreprises est aujourd'hui l'objet de maintes angoisses et polémiques qui alimentent les discours et succès des « anti » et des « alter ». « L'eupéanisation », plus prononcée, mais moins facilement prononçable – ce qui n'est guère négligeable dans l'usage des slogans –, semble absente des discours et il est davantage question du « grand marché européen » à propos des produits et des services qu'à propos du capital. Cet aspect de l'internationalisation des entreprises françaises est pourtant gros d'enjeux symboliques et effectifs car la critique de la mondialisation s'étaye souvent sur la crainte de voir le triomphe du capitalisme anglo-saxon sur le capitalisme rhénan, pour reprendre la fameuse distinction établie par Michel Albert, au début des années quatre-vingt-dix.

Le rapport rédigé sous l'autorité de Michel Dietsch pour le Commissariat général du Plan n'évade pas cette question, ni sa complexité. Loin de toute approche idéologique et de tout esprit de système, il analyse avec rigueur – dans les limites que permettent les outils statistiques existants – les mouvements de capitaux, qu'il s'agisse des investissements directs ou des investissements de portefeuille.

Plusieurs analyses sortent des sentiers battus ou contredisent des préjugés dictés par des expériences douloureuses ou des visions abstraites. Au hasard d'un texte dense qui regrette parfois de n'aller pas plus loin faute de données satisfaisantes : des remarques sur l'emploi, l'entreprise familiale, en passant par l'exemple de la Lorraine.

- Avant-propos -

En France, 15 % des salariés travaillent déjà dans des entreprises sous contrôle étranger, soit deux millions de personnes. Mais, dans le même temps, trois millions et demi d'étrangers travailleraient hors de nos frontières pour des filiales d'entreprises françaises.

Les entreprises familiales génèrent plus de la moitié de l'activité économique dans l'économie française. Aussi l'institution familiale – dont on regrette parfois le conservatisme, mais qui, dans l'ordre politique, constitue une authentique résistance à la tyrannie – est dans l'ordre économique une véritable résistance à l'uniformisation « mondialiste » dans la mesure où, tout en acceptant la présence d'investisseurs étrangers dans un certain nombre de cas, elle ne délocalise pas les centres de décision et ne se plie pas à des modèles d'endettement qui ont pu se révéler catastrophiques.

Enfin, l'exemple de la Lorraine nous montre que la reconversion d'une région profondément affectée par le déclin de son activité industrielle peut tirer profit des mouvements internationaux de capitaux, en dépit de la stigmatisation de quelques cas bruyants d'émotions.

Mais au-delà de cette liberté dans les analyses, ce rapport insiste sur l'enjeu que représente cette européanisation du capital concomitante avec sa mondialisation. À l'heure où le modèle anglo-saxon standard est ébranlé par plusieurs scandales significatifs, l'attractivité des entreprises européennes – et notamment françaises – va dépendre de notre capacité à dépasser les barrières institutionnelles qui brident encore le renforcement de nos groupes.

« Qu'est-ce qui dépend de nous ? Et qu'est-ce qui n'en dépend pas ? ». L'internationalisation est inéluctable et ne dépend pas de nous. Mais, ajoutaient les stoïciens, notre attitude par rapport à ce qui ne dépend pas de nous dépend entièrement de nous. Ainsi évoquaient-ils la mort qui nous frappera tous, mais face à laquelle nous pouvons tous réagir différemment. Ce rapport nous aide à penser que nous sommes aujourd'hui face à divers possibles : les choix essentiels dépendent de nous, Européens, mais donc aussi de nous, Français. Aussi ne vivons-nous nullement la fin de l'Histoire.

Sommaire

Introduction	13
---------------------------	----

CHAPITRE PREMIER – L’INTERNATIONALISATION DES ENTREPRISES FRANÇAISES	19
---	----

1. La présence des non-résidents dans les entreprises françaises a augmenté fortement dans la seconde moitié des années 1990.....	20
2. Les entreprises françaises fortement présentes à l’étranger	27
3. Dans le capital des sociétés françaises, la part des investissements étrangers de portefeuille progresse fortement	31
4. Le poids des européens dans le capital social des entreprises françaises est stable	38
5. Opportunités et menaces pour les entreprises familiales	42
Contributions	48
Références.....	49

CHAPITRE 2 – L’INTERACTION DES INVESTISSEMENTS EN PORTEFEUILLE ET DES RESTRUCTURATIONS D’ENTREPRISES	51
---	----

1. Les investissements directs étrangers recouvrent majoritairement des opérations de fusions-acquisitions	52
2. Le rôle des banques dans la recomposition du capital des entreprises en Europe.....	63
Contributions	72
Références.....	72

**CHAPITRE 3 – UN ENJEU MAJEUR :
L’IMPACT DES INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS
SUR L’EMPLOI EN FRANCE 75**

1. Les emplois dans les entreprises à capitaux étrangers sont importants
en France comme dans les autres pays de l’OCDE 77

2. L’impact de l’investissement étranger sur l’emploi 82

Contributions 92

Références 92

**CHAPITRE 4 – L’EUROPÉANISATION
DANS LA MONDIALISATION 93**

1. L’Europe a une part importante dans les fusions-acquisitions 94

2. La consolidation de l’appareil productif s’effectue de plus en plus
au niveau européen 97

3. Les entreprises européennes se mondialisent autant
qu’elles s’europeanisent au cours des années 1990 106

4. La diversification géographique alliée des stratégies de focalisation
et de spécialisation 109

5. Conclusion 114

**CHAPITRE 5 – LE RÔLE DE LA TAILLE DES PAYS,
DE LA DISTANCE GÉOGRAPHIQUE ET DES INSTITUTIONS
DANS LA PÉNÉTRATION ÉTRANGÈRE**..... 117

1. Une relation inverse entre la taille d'un pays
et le taux de pénétration étrangère 119

2. La distance entre les pays pondère les effets de taille
(l'apport des modèles gravitationnels) 126

3. La distance économique ne se réduit pas plus vite
entre pays européens qu'avec le reste du monde 133

4. Les différences institutionnelles, juridiques et fiscales en Europe
résultent d'arbitrages économiques et sociaux complexes..... 140

Annexe au chapitre 5 : Introduction aux modèles de mondialisation 153

Contributions 160

Références..... 160

Conclusion..... 163

Composition du groupe..... 173

Introduction

Au cours de la dernière décennie, la part des non-résidents dans le capital des sociétés françaises a augmenté de façon sensible. Aujourd'hui, un peu plus du quart du capital des entreprises françaises, cotées et non cotées, est détenu par des investisseurs étrangers et ce taux est parmi les plus élevés d'Europe. Mais la pénétration étrangère dans le capital des entreprises peut être observée dans tous les pays européens. En même temps, le marché européen est devenu l'espace de référence pour les entreprises européennes. Mais les grandes entreprises françaises et européennes ont aussi fortement investi aux États-Unis et en Asie, en finançant de plus en plus leur expansion en faisant appel à des capitaux provenant d'investisseurs étrangers, par émission d'actions ou d'obligations. Aussi, le groupe de travail « Mondialisation et recomposition du capital des entreprises européennes » s'est d'abord attaché à décrire le degré d'internationalisation des entreprises françaises, à le comparer à celui des autres entreprises européennes et à le situer dans les tendances récentes de l'investissement international.

Par ailleurs, les attitudes à l'égard des investissements étrangers sont souvent ambivalentes. D'un côté, ils sont parfois mal perçus car censés supplanter des implantations locales ou s'appropriier des actifs nationaux ; d'un autre côté, ils sont appréciés car ils suscitent activités et emplois. De l'autre, les investissements français à l'étranger sont déplorés s'ils sont associés à des délocalisations mais simultanément encouragés parce qu'ils renforcent les entreprises françaises et les exportations.

Les multiples rapports sur ce thème n'échappent pas ces contradictions :

- lors d'un récent colloque de la Banque de France sur les investissements directs, tenu en mars 2002, la France était présentée comme l'un des pays les plus attractifs pour un investisseur étranger et se situait dans les tous premiers investisseurs mondiaux ;

- Introduction -

- selon le rapport sur la « Compétitivité mondiale » de l'Institut for Management Development (*IMD*) de Lausanne, la compétitivité de la France est mal perçue par les investisseurs étrangers, notre pays arrivant en 22^e position loin derrière des pays européens comparables comme l'Allemagne et l'Angleterre.

Le groupe de travail avait pour objectif de se positionner dans ces débats.

Pour traiter ces questions, le groupe s'est intéressé aux stratégies des investisseurs internationaux, tant en matière d'investissements directs que d'investissements de portefeuille. Son approche de ces problèmes est donc moins une approche macro-économique, qui est par exemple celle des études d'attractivité, qu'une approche micro-économique, reposant sur les résultats des travaux empiriques fondés sur la théorie financière et celle de l'investissement direct international.

Ainsi, pour dresser un bilan complet de l'internationalisation des sociétés en France et en Europe, le groupe s'est d'abord appuyé sur des travaux statistiques originaux provenant des administrations publiques participantes. Mais il a aussi tiré des enseignements du traitement de certaines sources privées d'information, en particulier en matière de fusions-acquisitions, dans la mesure où ces données retracent avec une précision suffisante les stratégies d'investissement des entreprises.

Il s'agit d'examiner dans quelle mesure la restructuration des sociétés s'opère sur des bases européennes et conduit à la constitution de groupes ayant un ancrage en Europe. Le mandat du groupe était également d'évaluer les potentialités du pôle européen dans la mondialisation et d'identifier les obstacles à la consolidation de ce pôle.

Le rapport se centre donc autour des objectifs suivants :

- établir un bilan détaillé de l'internationalisation des entreprises françaises ;
- montrer l'interaction entre l'investissement de portefeuille et la restructuration industrielle qui s'opère notamment à travers les fusions-acquisitions ;
- évaluer le rôle de l'Europe dans la mondialisation en mesurant le degré d'europanisation et de mondialisation des entreprises européennes ;
- estimer les performances économiques des investissements internationaux notamment en termes d'emploi ;

- identifier les facteurs expliquant ces tendances à l'internationalisation de capitaux, et plus particulièrement.

Chacun de ces objectifs est développé dans un chapitre du rapport.

Ainsi, le rapport comprend cinq chapitres :

Le **chapitre Premier** est consacré aux multiples aspects de l'internationalisation des entreprises françaises à partir des statistiques tant publiques que privées. Il souligne la présence importante des investisseurs institutionnels étrangers dans le capital social des entreprises tout en notant que le poids des européens reste stable depuis une dizaine d'années. De manière réciproque, les entreprises françaises sont fortement présentes à l'étranger et, à moyen terme, la France reste un pays « carrefour » où les flux d'IDE entrants et sortants sont équilibrés compte tenu de sa taille.

Le rôle économique de cette présence étrangère doit être cependant relativisé par l'existence des blocs de contrôle et par l'importance des entreprises familiales qui se sont adaptées à la mondialisation.

Le **chapitre 2** montre que cette évolution de l'économie française s'inscrit dans un cadre général de forte croissance de l'investissement international à travers les fusions-acquisitions.

L'apparition des investisseurs étrangers, des fonds de pension anglo-saxons régis par des règles strictes, a entraîné sur toutes les places boursières européennes, un envol des investissements en portefeuille des non-résidents à partir des années 1990.

Bien que la littérature associe généralement l'investissement direct à la question de la mobilité de production et de services alors que l'investissement de portefeuille est lié à la logique de rentabilité financière mesurée par le ROE (*return on equity*), ce chapitre montre qu'il existe des fortes interactions entre ces deux formes d'investissement.

Le **chapitre 3** examine l'impact des investissements sur le développement économique, essentiellement à travers sa contribution à l'emploi.

Au niveau macro-économique, le développement des statistiques sur l'activité des firmes multinationales dont les données dites FATS (*Foreign Affiliates Trade Statistics*) publiées dans les pays de l'OCDE, permet de souligner

- Introduction -

l'importance en termes d'emploi de la pénétration étrangère. Il en ressort que, pour la France, 15 % des salariés travaillent déjà dans des entreprises sous contrôle étranger.

De manière réciproque, un nombre important de salariés travaillent à l'étranger pour des groupes français du CAC 40.

Au-delà de ces considérations générales, l'impact économique des investisseurs étrangers sur l'emploi est détaillé dans le cas de la région Lorraine. Il en ressort que la venue d'investisseurs étrangers a eu un impact positif sur l'emploi régional, en ralentissant la chute des emplois industriels.

Le **chapitre 4** examine le mouvement simultané d'eupéanisation et de mondialisation des entreprises européennes. Il repose sur une étude originale des opérations de fusions-acquisitions en Europe durant la dernière décennie, étude commanditée par le CGP. Cette étude montre que l'internationalisation des entreprises européennes progresse de manière incontestable : la part des opérations de fusions-acquisitions entre opérateurs d'un même pays diminue, sauf en ce qui concerne les petites opérations de moins de 10 millions d'euros, alors que les opérations transfrontières progressent et ont pour origine un acquéreur européen dans 70 % des cas.

Mais les entreprises européennes se sont mondialisées aussi rapidement qu'elles se sont eupéanisées. Au cours des années 1990, leurs acquisitions hors de l'Europe représentent plus de 50 % de leurs opérations et elles sont souvent d'un montant plus élevé comparativement aux opérations des groupes américains et asiatiques en Europe. Ce chapitre montre également les liens qui existent entre ces investissements à l'étranger et les stratégies de recentrage sur les principaux métiers de l'entreprise.

Un des objectifs importants du chapitre est d'étudier dans quelle mesure la restructuration internationale des sociétés s'opère sur des bases européennes et conduit effectivement à la constitution des groupes ayant un ancrage en Europe, et notamment en France. Cette question est primordiale pour apprécier la localisation territoriale des activités.

Le **chapitre 5** examine les facteurs à l'origine de la forte croissance de l'investissement international en mettant un accent particulier sur les effets de la taille relative des pays et celui de la distance géographique. A priori, on peut attendre une relation inverse entre la taille d'un pays et le taux de pénétration

étrangère, mais ce chapitre montre que les effets mécaniques sont limités par la diversité des comportements des entrepreneurs.

En outre, la réduction de la distance géographique accroît les échanges financiers internationaux, comme le montre les modèles gravitationnels. Dans ces modèles, l'investissement direct d'un pays investisseur vers un pays est directement proportionnel au revenu ou à la richesse des deux partenaires et il est inversement proportionnel à leur distance géographique. Au-delà de cette dernière, on considère aussi dans ce chapitre le rôle de certaines barrières économiques, qui conditionnent fortement les investissements directs et de portefeuille. Ces barrières qui résultent des différences entre pays ou groupe de pays en matière de droit, de fiscalité et de mode de gouvernance d'entreprise. Ces barrières sont encore élevées au sein de l'Europe. Elles sont autant d'obstacles qui restent à lever pour la consolidation du pôle européen dans la compétition internationale.

Chapitre Premier

L'internationalisation des entreprises françaises

La recomposition du capital des sociétés présente de multiples enjeux dont certains, comme la gouvernance et la nationalité des entreprises ont déjà été l'objet de nombreux rapports et débats ¹. Mais chacun de ces rapports a une approche spécifique. En effet, celui sur la « gouvernance des entreprises » détaille des propositions pour un meilleur fonctionnement du marché financier tandis que le rapport sur la « nationalité des entreprises » est plus centré sur la question de la pérennité des liens entre l'entreprise et le territoire.

Les statistiques fournies par la balance des paiements de la Banque de France permettent d'évaluer la présence des investisseurs institutionnels étrangers à plus de 35 % du capital des sociétés cotées du CAC 40 en 2000.

Ce niveau est plutôt supérieur à la moyenne des pays européens. La part des non-résidents a eu une croissance forte dans la seconde moitié des années 1990, parfois sous-estimée dans les statistiques européennes qui ne prennent en compte que l'actionnaire de premier rang. Or, le contrôle étranger sur les activités productives ne peut être mesuré en considérant seulement le contrôle direct à partir des holdings ou des têtes de groupe. En effet, ces holdings et autres filiales de premier rang contrôlent souvent une série de filiales de rang inférieur. Ce système hiérarchisé permet un contrôle plus large avec des économies de capital (section 1).

Les entreprises françaises investissent aussi à l'étranger : la France reste un pays « carrefour » où les entrées et sorties de capitaux sont équilibrées à moyen terme (section 2). La croissance des investissements de portefeuille étrangers en France est d'ailleurs souvent la contrepartie de ces investissements directs

(1) Voir par exemple les rapports Viénot et Bouton sur la gouvernance d'entreprise et le rapport « La nouvelle nationalité de l'entreprise » du Commissariat général du Plan, 1999.

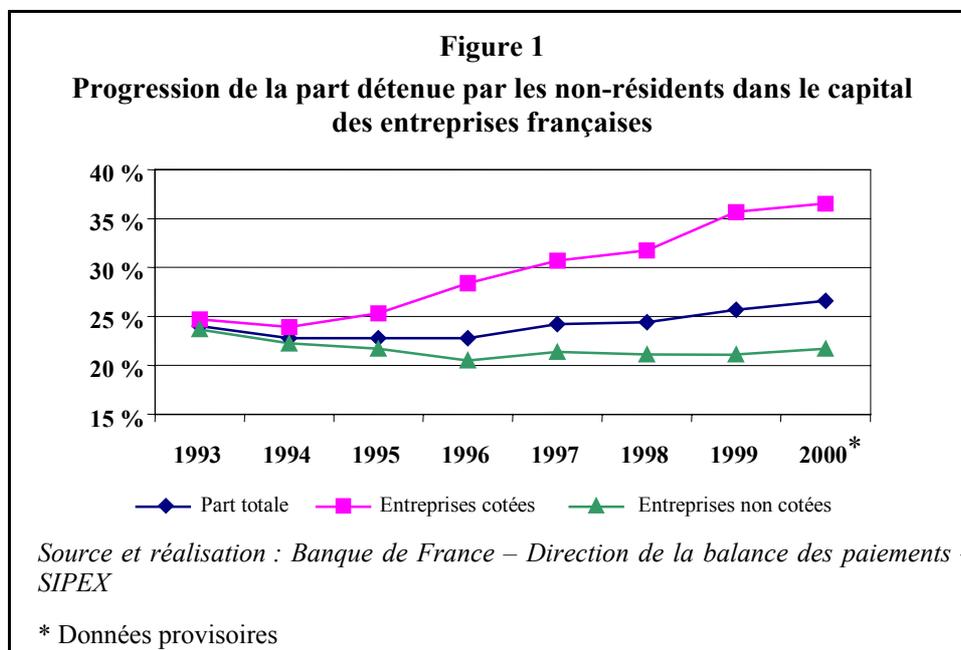
français à l'étranger. Cependant, la présence des capitaux étrangers en France obéit bien à deux logiques différentes. Bien que la littérature associe généralement l'investissement direct à la question de la mobilité de production et de services alors que l'investissement de portefeuille est lié à la logique de rentabilité financière mesurée par le ROE (*return on equity*), il existe des fortes interactions entre ces deux formes d'investissement. La progression conséquente des investissements de portefeuille au cours de la dernière décennie est due à la montée en puissance des institutionnels étrangers, surtout des fonds de pension anglo-saxons, et des cours boursiers (section 3).

Le poids de l'Union européenne dans la pénétration des entreprises françaises est stable depuis une dizaine d'années tant au niveau du contrôle de capital qu'au niveau de l'emploi (section 4). Par le jeu de système de bloc de contrôle, la présence étrangère, même importante, n'entraîne pas forcément un transfert de propriété. Les sociétés familiales prépondérantes dans le système productif français se sont souvent adaptées à la mondialisation mais font l'objet fréquemment de menaces de rachats (section 5).

1. La présence des non-résidents dans les entreprises françaises a *augmenté fortement* dans la seconde moitié des années 1990

Le taux de détention du capital des entreprises françaises par les non-résidents a été calculé par la Banque de France à partir des données disponibles dans la balance des paiements à la fois pour les entreprises cotées et non cotées. Le taux de détention agrégé¹ rapporte l'encours valorisé détenu par les non-résidents à une date donnée au total du passif en actions des entreprises françaises tel que recensé dans les comptes de patrimoine financier des entreprises des comptes nationaux. Ces données couvrent à la fois les investissements directs et les investissements de portefeuille (voir encadré 1).

(1) Il est possible également de calculer entreprise par entreprise un taux de pénétration par les non résidents, mais celui-ci est couvert par le secret statistique (loi de 1951).



À la fin 2000, les non-résidents détenaient environ 36 % du capital des entreprises cotées et 22 % des entreprises non cotées (figure 1)¹. Cette part des non-résidents a connu une croissance remarquable à partir de l'année 1995, notamment pour les sociétés cotées. L'encours détenu par les non-résidents en actions non cotées (623 milliards d'euros) reste néanmoins supérieur à l'encours en titres cotés (521 milliards) en raison des investissements directs qui se portent essentiellement sur les entreprises non cotées. Globalement, le taux de détention d'actions françaises par les non-résidents s'élève à près de 27 % à fin 2000 (tableau 1).

Tableau 1
Taux de détention du capital des entreprises résidentes par les non-résidents à fin 2000

	<i>(en %)</i>			
Royaume-Uni	France	Japon	Allemagne	États-Unis
37,2	26,6	18,2	14,8	11,4

Source : Comptes nationaux financiers

Calculs : Banque de France – Direction de la balance des paiements - SIPEX

(1) Selon une contribution de Frédéric Lambert référencée en fin de chapitre.

- Chapitre Premier -

Ce taux est le plus élevé parmi les pays industrialisés sauf le Royaume-Uni.

La part des non-résidents dans la détention des titres du pays est donnée dans le tableau 2, la rubrique « actions » concernant seulement les entreprises cotées.

Tableau 2
Part des non-résidents dans la détention des titres du pays à fin 1999

(en %)

	États-Unis	Allemagne	France	Espagne	Italie	Royaume-Uni
Obligations publiques et privées	36,6	33,0	14,5	23,3	39,0	19,3
Actions cotées	7,5	25,5	36,3	13,3	55,9	22,4

Source : CDC Marchés, « Flash », n° 58, 2000

Soulignons que l'importance des entreprises à capitaux étrangers tend à être sous-estimée dans les statistiques officielles, cela tient au contrôle indirect des entreprises françaises par l'intermédiaire de holdings et autres têtes de groupes. En effet, la pénétration étrangère en France devrait être appréhendée à travers la notion de groupe – un ensemble d'entreprises avec au sommet une tête de groupe ou holding – qui contrôle tout un ensemble de filiales à partir des participations financières majoritaires. Les groupes jouent un rôle de plus en plus important dans l'économie. Parmi les 6 610 groupes privés répertoriés en 1995, 1 400 avaient comme tête de groupe une entreprise étrangère. Ils étaient 600 en 1989. Comme le montre le tableau 3, le contrôle étranger en France se portait en 1995 sur 6 444 entreprises. Ces groupes étrangers contrôlaient 17 % des entreprises et 1,1 million d'emplois. Selon le rapport du Plan « L'appareil statistique français face aux groupes d'entreprises » (2002), les effectifs sous contrôle étranger s'élèvent désormais, en 1999, à 1,7 million de salariés dans les seuls secteurs de la production et du commerce. Les implantations étrangères sont prépondérantes dans les groupes industriels de 500 à 5 000 personnes.

Tableau 3
Nombre de groupes et de filiales selon l'origine du capital
(fin 1995)

	Groupes privés français	Groupes privés étrangers	Groupes publics	Ensemble des groupes
Groupes (entreprises têtes de groupe)	5 210	1 400	72	6 682
Filiales françaises (hors têtes de groupe)	30 697	6 444	2 263	39 404
Filiales étrangères de premier rang (hors têtes de groupe)	6 207	1 298	669	8 174
Ensemble des entreprises	42 114	9 142	3 004	54 260
Effectifs en France (en millions)	3,6	1,1	1,4	6,1

Source : enquête « Liaisons financières », INSEE – « INSEE Première », n° 553, 1997

L'importance des holdings parmi les secteurs investis dénote l'existence d'une implantation étrangère en France plus forte que celle que recensent les stocks d'investissements directs qui ne retiennent que des participations directes. En outre, la balance des paiements permet d'identifier les investisseurs étrangers de premier rang dans le cas des investissements directs, mais il n'est pas possible de connaître la nationalité des investisseurs ultimes, ni leur nature.

Le secteur des holdings figure au premier rang des secteurs investis par l'étranger. Cette structure de « tête de groupes » détient des participations dans plusieurs entreprises (tableau 4).

Il importe cependant de souligner qu'en Europe notre pays est dans une position très compétitive en matière de fiscalité des holdings et des groupes : les régimes d'exonérations des dividendes reçus, de redistribution (permettant l'imputation des retenues à la source perçues sur dividendes reçus), de déductibilité des intérêts, l'importance du réseau de conventions fiscales, le régime du bénéfice consolidé, les caractéristiques du régime de faveur des fusions, scissions et apports partiels d'actifs récemment amélioré, font de la France un territoire attractif de ce point de vue.

Tableau 4
Principaux secteurs économiques résidents ayant fait l'objet
d'investissements directs étrangers en France

(montants en milliards d'euros et parts en %)

	31 décembre 2000	
	Montant	Part
Holdings	89,8	32,4
Intermédiation financière	43,8	15,8
Immobilier	26,8	9,7
Commerce	22,5	8,1
Industries chimiques	16,8	6,1
Industries agricoles et alimentaires	7,4	2,7
Matériel de transport	5,6	2,1
Industrie du bois, édition et imprimerie	4,8	1,7
Industries métallurgiques	3,5	1,3
Transports et communications	3,5	1,3
Industries mécaniques	3,4	1,2
Raffinage de pétrole	3,4	1,2
Autres secteurs	45,8	16,4
Total	277,1	100,0

NB : montants en valeurs comptable

Source : « Bulletin de la Banque de France », n° 104, août 2002

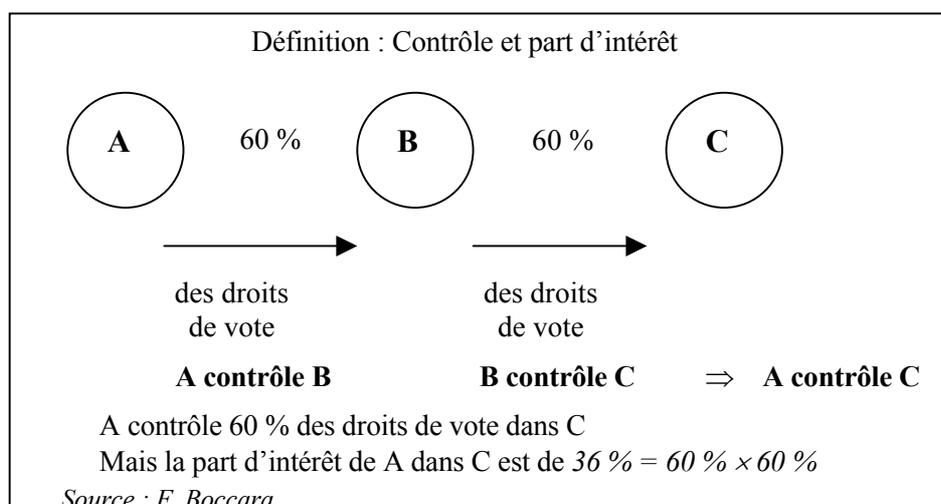
Le développement des groupes transfrontières de toutes tailles (y compris micro-groupes) nécessite de prendre en compte le contrôle « indirect » des entreprises par les non-résidents.

À côté du développement des grands groupes, il existe un phénomène nouveau et remarquable : la multiplication du nombre des groupes dont la taille ne dépasse pas celle d'une PME de 500 salariés. En 1998, l'enquête Liaisons financière de l'INSEE recense 6 000 micro-groupes de plus qu'en 1990.

Fin 1998, sur les 9 000 groupes dénombrés en France, plus de 80 % sont des micro-groupes et un micro-groupe rassemble 3,8 entreprises en moyenne ¹.

(1) Voir le rapport « L'appareil statistique français face aux groupes d'entreprises », *op. cit.*

L'implantation étrangère a particulièrement ciblé les petites et moyennes entreprises. Entre 1990 et 1998, le nombre de groupes étrangers s'implantant en France à travers une ou plusieurs PME a quadruplé. L'implantation étrangère en France de micro-groupes a de plus en plus privilégié le rachat d'entreprises au détriment de la création. Si en 1990, 40 % de ces implantations s'accompagnaient d'au moins une création d'entreprise, cette part s'est progressivement réduite pour ne représenter que 20 % en 1998.



L'écart entre contrôle et part d'intérêt (voir schéma ci-dessus) correspond à « l'effet de levier groupe » qui joue sur la différence entre décision économique et flux financiers (dividendes, mise de fonds) : pour contrôler C à 60 %, il suffit à A de n'avancer que 36 % du capital de C. Bien entendu, les décideurs étrangers doivent trouver et « fixer » les minoritaires, et donc les intéresser. Il faut aussi garder le contrôle effectif de l'ensemble, ce qui soulève de nombreux problèmes de participation.

Cette configuration permet une certaine « économie » en capital, au prix d'une ouverture à des minoritaires et parmi eux des non-résidents¹. L'évaluation globale de la pénétration des non-résidents fournie par la balance des paiements de 26 % (tableau 1 infra) doit donc probablement être réestimée à la hausse. Notons ici une autre faiblesse méthodologique de la balance des paiements : si A est un groupe étranger et B et C sont des entreprises françaises, elle ne prend pas en compte les 36 % de C détenus par A.

(1) Selon une contribution de Frédéric Boccara référencée en fin de chapitre.

Encadré 1 : Les investissements directs et de portefeuille

Les statistiques de balance des paiements distinguent trois grands types d'investissements internationaux : les investissements directs, les investissements de portefeuille et les autres opérations.

La plupart des études sur la pénétration des non-résidents dans le capital des entreprises françaises ne s'intéressent qu'aux deux premiers. Ceux-ci ne regroupent toutefois pas que des investissements en actions. Ainsi, près du tiers des flux d'investissements directs étrangers en France en 2000 proviennent d'opérations de prêts et placements entre affiliés, recensées dans la balance des paiements sur la ligne « autres opérations d'investissements directs ». Les investissements de portefeuille intègrent pour leur part les flux d'achat et de vente d'obligations et d'instruments du marché monétaire avec une contrepartie non-résidente. Si ces éléments n'interviennent pas pour le calcul du taux de détention du capital des entreprises françaises par les non-résidents, ils n'en sont pas moins indispensables pour apprécier le financement par l'extérieur des entreprises françaises, et indirectement, l'influence des non-résidents sur la gestion de ces entreprises. On peut en effet penser qu'un actionnaire, qui serait en même temps créancier de l'entreprise investie, a plus d'influence sur cette entreprise, qu'un actionnaire qui détiendrait la même part du capital mais ne serait pas créancier.

Conformément aux recommandations internationales du FMI, on considère qu'un investissement étranger dans une entreprise résidente est un investissement direct si l'investisseur étranger détient 10 % ou plus du capital. En dessous de ce seuil de 10 %, l'investissement étranger est classé comme un investissement de portefeuille. On estime en effet pour simplifier qu'une participation supérieure à 10 % du capital dans l'entreprise investie est un investissement permettant à l'investisseur d'exercer une influence significative sur la stratégie et la gestion de l'entreprise.

La distinction entre investissements directs et investissements de portefeuille recoupe ainsi schématiquement deux motifs de détention d'actifs d'entreprises françaises par les non-résidents : mise en œuvre d'une stratégie industrielle dans le cas des investissements directs contre stratégie financière, d'optimisation des portefeuilles pour les investissements de portefeuille, ce qui ne veut pas dire que les investisseurs au titre du portefeuille n'ont pas d'influence sur la gestion des entreprises détenues.

Ces hypothèses quant aux stratégies sous-jacentes aux différents types d'investissement sont confirmées par l'extrême faiblesse des investissements de portefeuille des non-résidents en actions non cotées, par nature moins liquides, alors que les investissements directs se répartissent à la fois sur des entreprises cotées et non cotées. Les investissements dans des sociétés non cotées représentent cependant la grande majorité du stock d'investissements directs étrangers en France (93 % du stock à fin 2000, selon des chiffres provisoires).

2. Les entreprises françaises fortement présentes à l'étranger

Si les entreprises françaises se sont ouvertes aux capitaux des non-résidents, elles ont aussi largement participé à la mondialisation. Parallèlement à la pénétration des capitaux étrangers, les entreprises françaises sont en effet fortement présentes à l'étranger.

Le stock d'investissements directs français à l'étranger¹ évalué en valeur comptable place la France, en l'an 2000, en troisième position avec 511,6 milliards d'euros ; elle est devancée par les États-Unis et le Royaume-Uni. En rapportant les investissements directs étrangers au PIB, les Pays-Bas se classaient à la première place fin 2000 avec un stock de 80,7 % du PIB, devant le Royaume-Uni (64,7 %), la Belgique (59,1 %), la France (36,4 %), qui devançait l'Espagne (28,8 %), le Canada (28,5 %) et l'Allemagne (22,6 %).

Par ailleurs, la répartition par zone géographique des acquisitions françaises à l'étranger² se définit ainsi :

Tableau 5
Répartition par zone géographique des prises de participations françaises dans les entreprises étrangères

(en %)

	En valeur 1990-2001	En valeur 2001	En nombre d'opérations 1990-2001 : 1 129	Opérations 2001 : 178
Zone euro	33	30	31	23
USA/Canada	36	46	24	41
Royaume-Uni	20	8	15	4
Reste du monde	11	16	30	32
Total	100	100	100	100

Source : Thomson Financial Products

Les entreprises françaises se sont développées en moyenne autant dans le monde qu'en Europe durant les années 1990-2001.

(1) Selon une contribution d'Isabelle Rabaud référencée en fin de chapitre.
(2) Selon la contribution de Pascal Quiry référencée en fin de chapitre.

- Chapitre Premier -

La place importante du Royaume-Uni s'explique par plusieurs facteurs, à savoir :

- le rôle international de la place de Londres et la localisation dans cette ville de nombreux holdings financiers ;
- un plus grand nombre de secteurs ouverts par des privatisations amorcées de longue date ;
- un gain en image pour un groupe international d'être coté à la Bourse de Londres.

Le montant moyen des acquisitions françaises réalisées à l'extérieur durant les années 1990-2001 est relativement élevé. Selon les pays, ce montant moyen s'élève à :

France	454 M\$
Allemagne	575 M\$
États-Unis/Canada	211 M\$

D'une manière générale, le montant moyen d'une opération externe est à un niveau de 288 M\$.

Le montant plus élevé des acquisitions françaises s'explique par des opérations exceptionnelles réalisées au sommet de la vague boursière, telles l'acquisition d'Orange par France Télécom et de Seagram par Vivendi.

Jusqu'au milieu des années 1960, la France a surtout été un pays d'accueil pour les investissements directs. Progressivement, ses entreprises se développent à l'international, mais la France continue jusqu'à la fin des années 1970 d'accueillir plus d'investissements directs qu'elle en exporte. À partir de 1980, elle devient au contraire un pays investisseur net, mais sans que ce déficit entre les flux croisés soit plus marqué que l'excédent qui régnait auparavant. Deux périodes font donc exception : la fin des années 1980 et a fortiori la fin des années 1990, quand les firmes françaises dynamisent brusquement leur développement international par de grandes opérations de fusions et acquisitions dans la nouvelle économie et les media (tableau 6). Le déficit des investissements directs se creuse alors dans la balance des paiements, avec pour contrepartie un afflux d'investissements étrangers en portefeuille et en dépôts-crédits (tableau 7). Les années 2001-2002 semblent ramener la France dans sa situation habituelle de « carrefour » des investissements directs.

Tableau 6
La balance des investissements directs étrangers de la France

(en millions d'euros)

	Investissements directs étrangers en France	Investissements directs français à l'étranger	Solde	Indice de Balassa
1961-1965	981	479	502	0,34
1966-1970	1 393	1 102	291	0,12
1971-1975	4 019	2 862	1 157	0,17
1976-1980	7 680	6 680	1 000	0,07
1981-1986	11 426	14 912	- 3 486	- 0,13
1986-1990	35 931	72 798	- 36 867	- 0,34
1991-1995	72 841	95 812	- 22 971	- 0,14
1996-2000	155 895	408 666	- 252 771	- 0,45
1997	20 619	31 662	- 11 043	- 0,21
1998	27 866	43 720	- 15 854	- 0,22
1999	43 688	119 069	- 75 381	- 0,46
2000	46 576	190 491	- 143 895	- 0,61
2001	58 806	92 547	- 33 741	- 0,22
9 mois 2002	39 078	45 626	- 6 548	- 0,08

Source : Banque de France – rapport balance des paiements 2001, « Bulletin » n° 107, novembre 2002

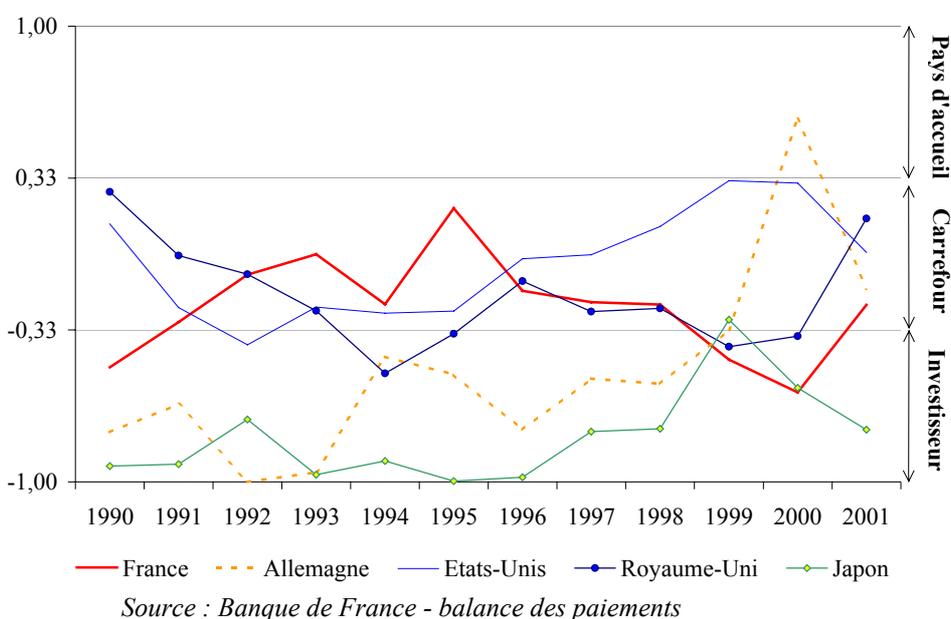
Par contre, rapporté à la somme des opérations, le solde des flux entrants et sortants, dit coefficient de Balassa,¹ offre une vision corrigée de l'effet taille. « Jusqu'en 1998, tout comme le Royaume-Uni, la France est demeurée un pays « carrefour » des IDE, c'est-à-dire avec des flux d'IDE sortants et entrants équilibrés, et elle n'est devenue un pays investisseur net à l'étranger qu'en 1999 et en 2000 en raison de la notable accélération des fusions et acquisitions ». En 2001, les deux pays renouent avec leur tradition de pays « carrefour » des flux d'investissements directs » selon Isabelle Rabaud. L'Allemagne, pays traditionnellement investisseur net à l'étranger jusqu'en 1998, est devenue pays investi par l'étranger en 2000 (rachat de Manesmann par Vodafone) et a été un pays « carrefour » en 1999 et en 2001. Enfin, les États-Unis sont demeurés un pays « carrefour » de 1990 à 2001, avec depuis 1998, un solde des investissements directs devenu créditeur (les entrées

(1) Coefficient de Balassa = $(I_e - I_s) / (I_s + I_e)$ où I_e est l'investissement direct entrant et I_s est l'investissement direct sortant.

dépassent les sorties)¹. Ces résultats illustrent bien les perturbations des classements en 1999 et en 2000 liées à l'expansion des opérations de fusions et acquisitions.

En 2001, l'ensemble des pays retrouve une situation normale, notamment les États-Unis dont les flux entrants et sortants ont été équilibrés avec un coefficient de 0,6 % (figure 2).

Figure 2
Grands pays « d'accueil », « investisseurs » et « carrefours » :
coefficients de Balassa

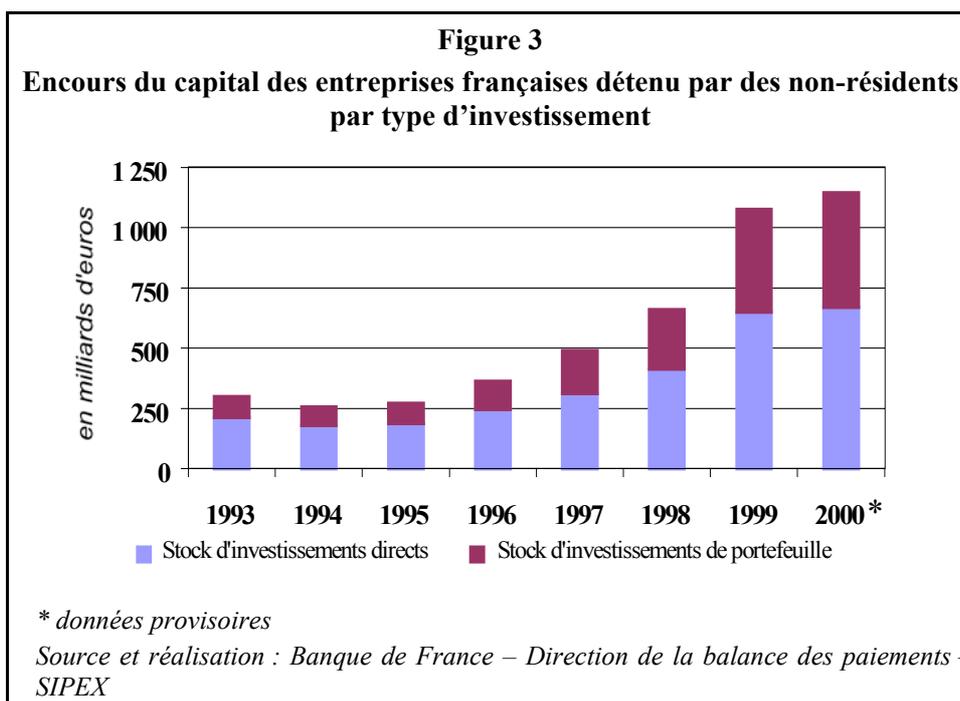


Grille de lecture : la France est un pays « carrefour » entre 1991 et 1998, son tracé se situe entre - 0,33 et 0,33 durant toute cette période.

(1) Cette situation, qui reflète l'attractivité des entreprises américaines pour les investisseurs étrangers, peut également paraître paradoxale dans la mesure où le pays le plus avancé capte des capitaux qui ne pourront aller s'investir dans les pays en transition, émergents ou en développement qui, faute de marchés financiers suffisamment développés, ont besoin de ces apports financiers pour assurer leur croissance.

3. Dans le capital des sociétés françaises, la part des investissements étrangers de portefeuille progressé fortement

Il existe une prépondérance des investissements directs par rapport aux investissements de portefeuille¹. Cependant, les investissements de portefeuille ont progressé plus rapidement ces dernières années que les investissements directs (figure 3). Le stock d'investissements de portefeuille en actions a été multiplié par 5,7 en cinq ans. À titre d'indication, en 1999, les investissements directs représentent 58,5 % du total des investissements en actions françaises des non-résidents contre 41,5 % pour les investissements de portefeuille. Mais la progression des investissements de portefeuille est souvent la contrepartie d'investissements directs à l'étranger. Les fusions et acquisitions, en effet, ont souvent été financées par des échanges de titres (OPE) ; ces opérations ayant été favorisées par la hausse boursière sur la période 1996-2000.



(1) Travaux réalisés pour le groupe par Frédéric Lambert de la Banque de France.

Citons, à titre d'exemple, les opérations Total-Fina ou Rhône-Poulenc-Hoescht en 1999, Cap Gemini-Ernst & Young ou Vivendi-Seagram en 2000. Le financement de ces opérations explique sans doute aussi en partie l'augmentation de la détention par les non-résidents d'obligations françaises privées (figure 4), liée à l'accroissement des émissions obligataires internationales des entreprises françaises, dont les non-résidents sont les principaux souscripteurs (figure 5).

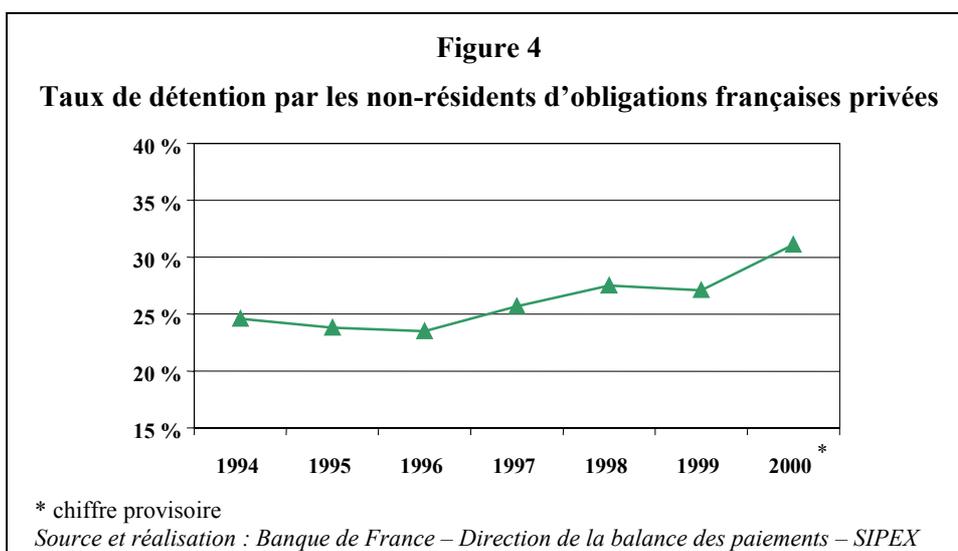
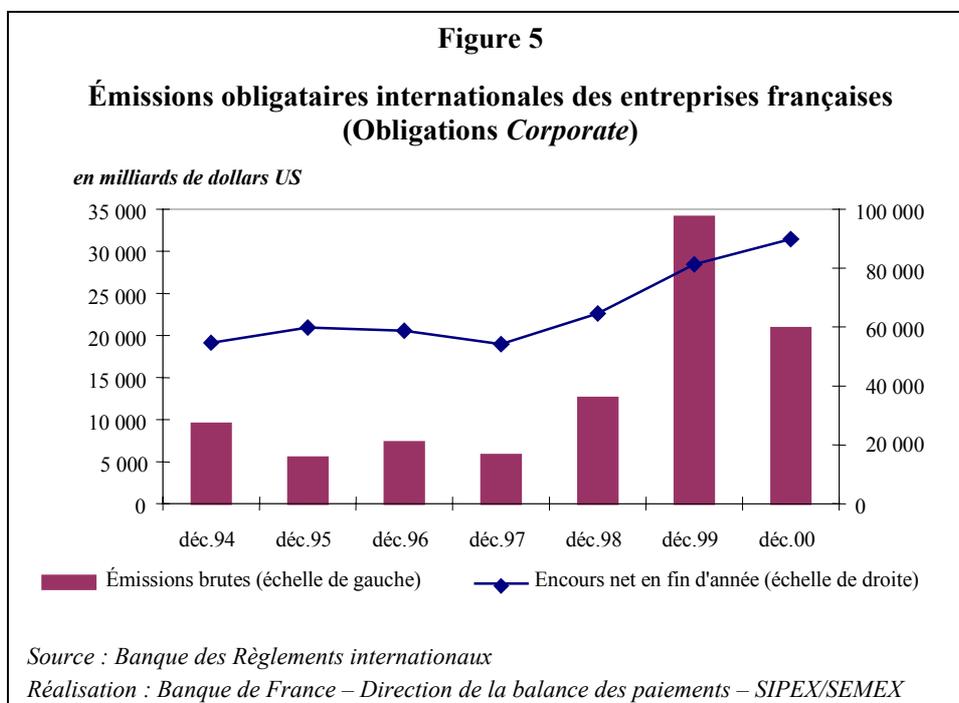


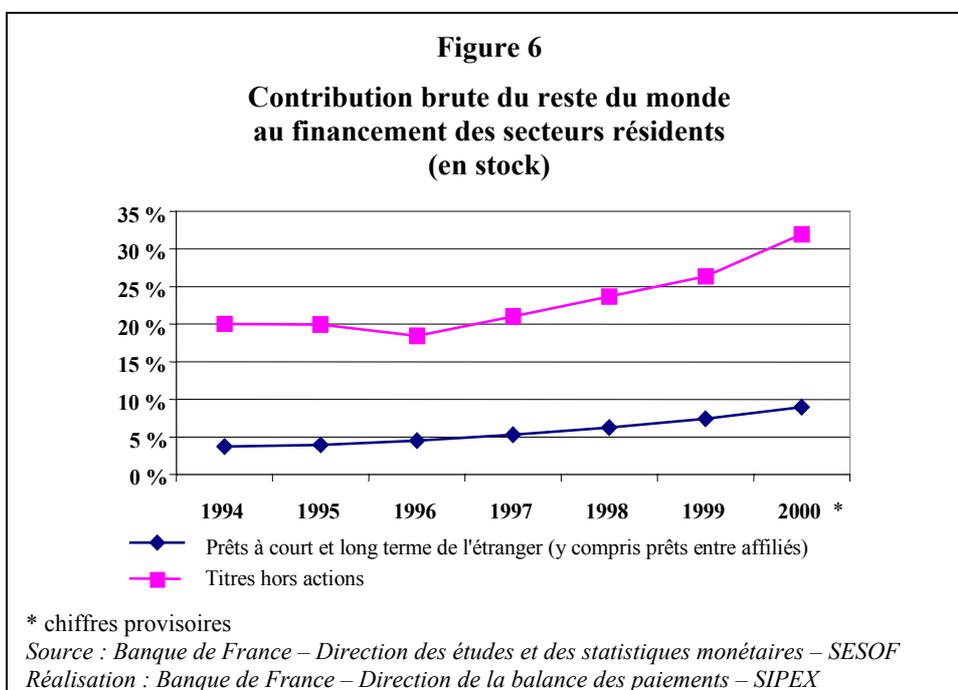
Tableau 7 : Balance des investissements de portefeuille de la France
 (en millions d'euros)

	Actions et titres d'OPCVM			Total portefeuilles		
	Achats étrangers	Achats français	Solde	Achats étrangers	Achats français	Solde
1996-2000	138 653	87 086	51 567	343 973	422 819	- 78 846
1995	5 153	1 416	3 727	9 806	5 051	4 755
1996	9 564	845	8 719	- 5 729	41 377	- 47 106
1997	10 514	8 849	1 665	40 578	63 305	- 22 727
1998	15 468	22 206	- 6 738	53 476	95 376	- 41 900
1999	47 118	19 752	27 366	110 644	117 776	- 7 132
2000	55 989	35 434	20 555	145 004	104 985	40 019
2001	12 196	19 252	- 7 056	114 006	93 017	20 989
9 mois 02	-	-	-	44 555	90 978	- 46 423
1997-2001	141 285	105 493	35 792	463 708	474 459	- 10 751

Source : Banque de France – bulletins 3^e trimestre 2002, novembre 2002, rapports annuels de la balance des paiements 1995-2001



Une analyse rapide du compte de patrimoine du reste du monde dans les tableaux d'opérations financières confirme la part croissante prise par l'extérieur dans le financement par titres via les marchés financiers des secteurs résidents. Le financement par titres de l'économie apparaît ainsi beaucoup plus internationalisé que le financement par le crédit (figure 6).



Toutefois, dans la mesure où une partie de ce financement étranger peut être utilisée pour des opérations d'investissement à l'étranger, il convient d'être prudent dans l'évaluation de la contribution nette du reste du monde au financement de l'économie.

L'entrée de nouveaux actionnaires, dont une partie d'origine étrangère, a été rendue possible par trois types de mécanismes via les marchés financiers ¹ :

- Le désengagement de l'État actionnaire d'entreprises publiques (Usinor, Total, Renault).

En 2000, après quinze ans de désengagement des activités concurrentielles, le secteur public d'entreprises est essentiellement présent dans les transports, l'énergie, la poste et les télécommunications.

(1) Selon la contribution de Charles-Albert Michalet et Christian Milelli référencée en fin de chapitre.

Les nationalisations de 1982 avaient constitué un secteur public industriel important. En 1985, l'État employait 20 % des salariés. Quinze ans plus tard, la participation publique a presque totalement disparu puisqu'elle ne représente plus que 2 % des effectifs.

- L'augmentation du capital à l'occasion d'opérations de croissance externe (Peugeot, Michelin).
- Le mouvement de concentration industrielle et financière du capitalisme français.

La montée des investissements étrangers de portefeuille s'explique aussi par la recherche des gestionnaires étrangers (fonds de pension) d'une diversification, au niveau international, des risques.

En général, les investisseurs étrangers présents en France ne prennent individuellement que des parts très faibles dans les entreprises : moins de 2 % du capital des entreprises du CAC 40 et plus souvent moins de 0,5 %.

Mais, globalement, ces institutionnels détiennent des parts élevées du capital des grandes entreprises pouvant dépasser 50 % dans certains cas (tableau 8).

Tableau 8
Part des investisseurs étrangers dans le capital social
des entreprises françaises
(en % du capital – janvier 1999)

Usinor	56	Michelin	45
Total	57	Lafarge	42
Valeo	45	Vivendi	48
Accor	47	Suez	50
Danone	46	Saint-Gobain	36

Source : Centre de recherches sur l'épargne + rapports d'activités

La contrepartie de cette influence est souvent l'exigence de la création de valeur pour les actionnaires associée à des rentabilités élevées¹. Ceci n'est pas sans effet sur les stratégies de l'entreprise.

(1) La règle mythique d'un ROE (return on equity) à 15 %.

- Chapitre Premier -

Les mandataires des investisseurs institutionnels se distinguent selon qu'ils ont une obligation de moyens ou de résultats ¹.

Dans le cas d'une obligation de résultats, le mandataire agit en supportant entièrement le risque économique lié aux opérations qu'il conduit. Les fonds de pension à prestations définies rentrent dans cette catégorie dont les premiers ont été créés en 1886 par les compagnies américaines de chemin de fer.

Cependant depuis l'amendement fiscal 401K, ce type de fonds a été supplanté par d'autres types d'opérateurs. Aujourd'hui, les acteurs dominants du capitalisme institutionnel sont ceux qui font face à une obligation de moyens. On y trouve des fonds de pension à contributions définies, des gérants de *Mutual Funds*, et de OPCVM. Le point commun de ce gestionnaire est que le risque est supporté par le détenteur de parts de fonds (voir encadré 2).

Parmi les quinze fonds les plus actifs en France, on trouve dix fonds américains (Fidelity, Franklin Templeton) (tableau 9). Prises ensemble, les parts minoritaires de ces fonds de pension ont un poids économique globalement important. La stratégie financière de ces fonds peut être active, le gestionnaire sélectionnant les titres à acheter. Les coûts de gestion sont alors plus élevés compte tenu des frais de recherche, d'information et de transactions. Généralement, la gestion est passive et dans ce cas le gestionnaire organise son portefeuille en suivant la composition d'un indice avec des coûts de gestion plus faibles.

Tableau 9
Les dix grands fonds anglo-saxons présents à la Bourse de Paris

Rang	Société	en milliards de francs
1	Franklin Templeton	21,0
2	Fidelity	20,7
3	Capital Research	13,5
4	Calpers	7,5
5	Janus	5,5
6	T-Rowe Price	4,5
7	College Retirement Equity Fund	3,44
8	Grantham	3,4
9	Harbor	3,0
10	Batterymarch	3,0

Source : Dealer's, « *Le Nouvel Économiste* », 16/01/1998

(1) Selon la contribution de Daniel Baudru référencée en fin de chapitre.

Encadré 2
Avantages et inconvénients des régimes à cotisations
et à prestations définies

EMPLOYEURS		
	Cotisations définies	Prestations définies
AVANTAGES	Niveau de cotisation défini et maîtrisé par la suite	Fidélisation des salariés
INCONVÉNIENTS	Pas d'engagement sur le niveau de la retraite Clarté du régime fiscal et social	Risque des marchés financiers porté par l'entreprise Engagements sur le niveau de retraite en provisionnant la valeur actuelle de l'engagement futur
ADHÉRENTS		
	Cotisations définies	Prestations définies
AVANTAGES	Niveau de cotisation connu dès le départ Possibilité de transfert de fonds Droits individualisés	
INCONVÉNIENTS	Faible visibilité sur le niveau de la retraite future Risque des marchés financiers porté par l'adhérent sans maîtrise directe sur la gestion	Les grandes entreprises obligent les salariés à conserver leurs titres de nombreuses années en faisant des actionnaires captifs (cas d'Enron)

4. Le poids des Européens dans le capital social des entreprises françaises est stable

La zone euro et le Royaume-Uni représentent déjà environ 70 % des prises de participations dans les entreprises françaises sur la période 1990-2000¹ (tableau 10).

Tableau 10
Répartition par zone géographique d'origine des prises de participations des entreprises étrangères dans les entreprises françaises

(en %)

	Zone euro	Royaume-Uni	USA/Canada	Reste du monde	Total
Transactions 1990-2001 (en valeur) : 224 Md\$	46	25	20	9	100
Transactions 2001 (en valeur) : 23 Md\$	43	26	22	9	100
Transactions 1990-2001 (en nombre) : 1 230 opérations	27	32	28	13	100
Transactions 2001 (en nombre) : 111 opérations	37	24	27	12	100

Sources : données de 1990-2001 : source SDC Platinum de Thomson Financial Products
Investissements directs d'un montant minimum de 10 Md\$ dans les entreprises cotées

(1) Selon la contribution de Pascal Quiry référencée en fin de chapitre.

- L'internationalisation des entreprises françaises -

Durant les années 1990-2001, le montant moyen des opérations réalisées en France par les entreprises étrangères selon le pays d'origine s'élève à :

Zone euro	312 M\$
Royaume-Uni	142 M\$
États-Unis/Canada	126 M\$
Reste du monde	126 M\$
Taille moyenne pour une opération étrangère en France	182 M\$

Selon le SESSI,¹ la part de l'emploi des groupes européens dans l'industrie manufacturière (zone euro, R.U. + Suisse) représente 60 % de l'emploi de l'ensemble des groupes étrangers en France durant la période 1971-1999 (tableau 11). En prenant cet indicateur de l'eupéanisation de l'économie française, on observe donc aussi une stabilité du poids économique des groupes européens en France.

(1) Voir encadré 3 sur les différentes sources publiques sur les investissements directs étrangers en France.

Tableau 11 : L'implantation étrangère dans l'industrie française 1971-1999
Répartition des effectifs des filiales selon le pays investisseur

Pays d'origine ultime	Au 1/1/1971 (édition 1974)		Au 1/1/1992 (édition 1994)		Au 1/1/1999 (édition 2001)	
	Entreprises à participation étrangère (> 10 %) Dans l'industrie et l'énergie * (10 personnes et plus)		Entreprises à participation étrangère (> 33 %) dans l'industrie (20 personnes et plus)		Entreprises à participation étrangère majoritaire (> = 50 %) dans l'industrie manufacturière (20 personnes et plus)	
	En millier de personnes	Pourcentages	En millier de personnes	Pourcentages	En millier de personnes	Pourcentages
Belgique – Luxembourg	251	27,2	40	5,1	45	5,1
Pays-Bas	55	6,0	37	4,7	50	5,7
Allemagne	46	5,0	132	16,8	156	17,7
Italie	71	7,6	48	6,1	44	5,0
Royaume-Uni	83	9,0	87	11,1	92	10,5
Danemark	0	0,0	4	0,5	8	0,9
Espagne	4	0,4	2	0,3	5	0,6
Suède	19	2,0	26	3,3	33	3,8
Union européenne à 15	528	57,2	376	47,8	455	51,8
Suisse	82	8,9	78	9,9	81	9,2
Europe	610	66,1	454	57,7	540	61,4
États-Unis	303	32,8	229	29,1	276	31,4
Canada	7	0,8	12	1,5	20	2,3
Amérique du Nord	310	33,6	241	30,6	296	33,7
Japon	0	0,0	20	2,5	28	3,2
Reste du monde	3	0,3	59	7,5	15	1,7
Japon et reste du monde	3	0,3	79	10,0	43	4,9
Tous pays	924	100,0	787	100,0	879	100,0

Source : SSSI

(*) Dans l'énergie, au 1/1/1971 : 23 milliers de personnes sur un total de 924

Nota : les variations de champ peuvent entraîner des variations fictives de plusieurs points de la part européenne

**Encadré 3 : Dispositif public de la collecte des données
sur les investissements directs étrangers en France : état des lieux**

Évaluer le rôle des entreprises sous contrôle étranger au sein des économies nationales est explicitement prévu par le règlement européen qui régit l'élaboration des comptes nationaux (décembre 1995). Ce règlement prévoit que les secteurs institutionnels des sociétés non financières et des sociétés financières (banques et assurances) soient divisés en trois sous-secteurs institutionnels, à savoir les entreprises sous contrôle public, les entreprises sous contrôle financier et les entreprises sous contrôle privé. À ce stade, malheureusement, l'établissement de cette ventilation n'a pas de caractère obligatoire et, à ce jour, aucun pays ne l'a réalisé.

Variable/ Source	BdF Flux	BdF Stocks	INSEE (LIFI)	Trésor Flux	Trésor Stocks	SESSI	DATAR
Statut	Adm/Stat.	Adm/Stat.	Stat.	Adm.	Adm.	Mixte	Adm.
Caractère obligat.	Oui	Oui	Oui	Oui	Non	Oui	Non
Activités	Toutes	Toutes	Toutes	Toutes	Toutes	Industrie	Variables
Couverture suivant la taille des entreprises	À tendance exhaustive	À tendance exhaustive	Variable suivant la taille	Variable suivant la taille	10 M.F. de C.A. pour les créations	20 salariés et plus	20 salariés et plus
Pays de l'investis- seur immédiat	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Pays de l'investis- seur final	Non	Non	Pas toujours fiable	Oui	Oui	Oui	Non
Valeur en capital	Oui	Oui	Pas fiable	Oui	Pas toujours fiable	Non	Non
Prêts et autres liens financiers	Oui	Oui	Non	Non	Non	Non	Non
Évaluation en valeur comptable	Non	Oui	Non	Non	Non	Non	Non
Évaluation en valeur de marché/ de règlement	Oui	Oui (mais non détaillé)	Non	Non	Non	Non	Non
Présence du n° SIREN	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Non
% du capital	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Non
% des voix	Non	Non	Oui	Non	Non	Oui	Non
Taux de contrôle	Non	Non	Oui	Non	Non	Oui	Non
Rapprochement avec des données d'économie (emploi, valeur ajoutée...)	Non	Oui (FIBEN)	Oui (SUSE)	Non	Possible (via le fichier de l'INSEE)	Oui (EAE)	Non

Source : rapport du CNIS sur les investissements directs étrangers en France

5. Opportunités et menaces pour les entreprises familiales

De nombreuses controverses existent sur la définition de l'entreprise familiale. Nous adopterons ici celle que proposent R. Tagiuri et J. Davis (1982) à savoir « *une organisation où plusieurs membres de la famille étendue influencent la marche (la direction) de l'entreprise à travers des liens de parenté, des postes de management ou des droits de propriété sur le capital* »¹.

5.1. Les entreprises familiales peuvent être de grandes entreprises internationales

Les entreprises familiales ont une place prépondérante dans l'économie française dont elles génèrent plus de la moitié de l'activité. Sur les 250 plus grosses sociétés cotées qui forment l'indice SBF 250 de la Bourse de Paris, plus de la moitié appartient à la sphère du capitalisme familial. Citons à titre d'exemples : l'Oréal (famille Bettencourt), Lagardère (Bouygues), LVMH (Bernard Arnault).

L'enquête de Faccio et Lang en 2000 sur la structure du capital des entreprises de 13 pays d'Europe de l'Ouest (tableau 12), montre la prédominance du contrôle familial en Europe continentale et de l'actionnariat diffus au Royaume-Uni et en Irlande.

(1) Autre définition : « celle dont un individu ou une famille est identifié comme le plus gros actionnaire à partir du moment où il détient au moins 10 % du capital » selon Christine Blondel (INSEAD).

Tableau 12
Contrôle du capital des sociétés cotées

(en % du nombre de sociétés)

Pays	Nombre de sociétés	Actionnariat diffus	Famille			État	Entreprises	Banque	Autres	Participations croisées
				<i>En direct</i>	<i>Indirect</i>					
Australie	99	11,11	52,86	12,12	40,74	15,32	0,00	8,59	11,11	1,01
Belgique	130	20,00	51,54	7,31	44,23	2,31	0,77	12,69	12,69	0,00
Finlande	129	28,68	48,84	16,28	32,56	15,76	1,55	0,65	4,52	0,00
France	607	14,00	64,82	26,11	38,71	5,11	3,79	11,37	0,91	0,00
Allemagne	704	10,37	64,42	27,03	37,59	6,30	3,65	9,07	3,37	2,62
Irlande	69	62,32	24,63	13,04	11,59	1,45	2,17	4,35	5,07	0,00
Italie	208	12,98	59,61	39,50	20,11	10,34	2,88	12,26	1,20	0,72
Norvège	155	36,77	38,55	10,59	27,96	13,09	0,32	4,46	4,54	2,27
Portugal	87	21,84	60,34	5,17	55,17	5,75	0,57	4,60	6,90	0,00
Espagne	632	26,42	55,79	6,25	49,54	4,11	1,64	11,51	0,47	0,05
Suède	245	39,18	46,94	22,65	24,29	4,90	0,00	2,86	5,71	0,41
Suisse	214	27,57	48,13	22,66	25,47	7,32	1,09	9,35	6,31	0,23
R.U.	1,953	63,08	23,68	12,22	11,46	0,08	0,76	8,94	3,46	0,00
Total	5,232	36,93	44,29	16,93	27,36	4,14	1,68	9,03	3,43	0,51

Source : étude de José Allouche et Bruno Amann d'après les données de Faccio et Lang

- Chapitre Premier -

5.2. Cette caractéristique n'est pas contradictoire avec de fortes participations étrangères

La présence d'un groupe familial n'implique pas forcément la fermeture à l'égard des institutionnels étrangers : certains groupes comme Peugeot (tableau 13), Michelin et Lagardère ont une participation importante et stable de ces investisseurs dans leur capital. En effet, il existe une diversité de moyens pour assurer le contrôle de sociétés :

- noyau d'actionnaires stables, droits de vote double et clause statutaire dans le cas de Peugeot ;
- structure juridique en commandite par actions pour les groupes Lagardère ou Michelin.

Tableau 13
Composition du bloc de contrôle du groupe PSA Peugeot-Citroën
au 31/12/99

(en %)

Composition du bloc de contrôle	Part du capital	Droits de vote
Groupe familial Peugeot	25,11	38,08
Société Générale	3,87	4,94
Michelin	3,51	5,34
Groupe Lafarge	1,93	2,94
Caisse des Dépôts et Consignations	3,16	2,40
Autocontrôle	3,05	-

Source : rapport d'activité 1999

Note : Une clause statutaire oblige tout actionnaire venant à détenir 2 % ou plus de capital de la société à se déclarer auprès d'elle, il en est de même pour tout mouvement de plus de 1 % au-delà de ce seuil

5.3. Les entreprises familiales ont des performances supérieures à la moyenne

D'après José Allouche et Bruno Amann, les performances des entreprises familiales leur permettent de dégager des marges qui peuvent assurer leur autofinancement comme le montre le tableau 14.

On observe, en effet, que la rentabilité moyenne des entreprises familiales est nettement supérieure à celle des entreprises non familiales pour les années

observées. Hors de ce constat, deux éléments ressortent. D'une part, les entreprises familiales offrent aux actionnaires un rendement des fonds propres (ratio de performance économique) supérieur à la moyenne sur la période. D'autre part, le bénéfice par franc d'actifs exprime la même supériorité de la firme familiale sur les autres formes de contrôle.

Tableau 14
Analyse comparée de l'exploitation

Ratios (1)	Familiales	Non familiales	Écarts moyens (%)				
	Moyenne 1989/1992	Moyenne 1989/1992	M/ 1989/1992	1989	1990	1991	1992
Rentabilité économique	9,30 %	7,60 %	22,40	1,10	4,70	46,70	47,40
Performance économique	5,30 %	3,80 %	39,50	8,00	13,60	70,30	125,00
Rendement des capitaux propres nets	18,50 %	12,60 %	46,48	13,90	26,80	27,90	118,60
Rendement sur actifs (retour sur total de l'actif)	7,60 %	6,10 %	24,60	5,10	6,90	21,50	64,90

Source : étude de José Allouche et Bruno Amann

(1) Les définitions des ratios sont celles de la base DIANE

5.4. Les entreprises familiales affichent une plus grande réserve à l'égard de l'endettement

L'effet de levier de la dette est moins utilisé dans les entreprises familiales (tableau 15). De plus, comme le montre le ratio de liquidité plus élevé, elles sont davantage adverses au risque.

Tableau 15
L'analyse comparée de la structure financière

Ratios (1)	Familiales	Non familiales	Écarts moyens (%)				
	Moyenne 1989/1992	Moyenne 1989/1992	M/ 1989/1992	1989	1990	1991	1992
Effet de levier (<i>gearing</i>)	90,10 %	150,0 %	- 39,90	- 46,30	- 22,40	- 48,50	- 64,50
Ratio de liquidité (<i>Liquidity ratio</i>)	1,30	1,10	18,20	9,20	18,20	36,40	9,10

Source : étude de José Allouche et Bruno Amann

(1) Les définitions des ratios sont celles de la base DIANE

En conséquence, l'incitation à la performance dans les entreprises familiales n'est pas stimulée par l'augmentation du risque de la faillite créée par la dette comme le suppose la théorie de l'agence. En l'absence d'endettement fort, avec un risque de défaillance plus limité, les dirigeants ne recherchent donc pas la performance maximale, ce qui constitue une source de fragilité à terme. La bonne performance n'exclut donc pas la vulnérabilité à l'égard des investisseurs externes.

5.5. Les PME familiales sont soumises à la menace de rachats par des investisseurs étrangers

La fiscalité est un élément important de la fragilisation des entreprises familiales. Ceci se manifeste à un triple niveau :

- ISF (impôt de solidarité sur la fortune),
- transmission d'entreprise : fiscalité des droits de succession/donation,
- taxation des plus-values de cession.

Sans rentrer dans la complexité des débats sur la fiscalité, le tableau ci-dessous résume les dispositions fiscales relatives aux pays européens permettant de mieux situer la France.

Tableau 16
Taxation du patrimoine

Pays européens	ISF	Plus-values mobilières	Droits de transmission en ligne directe
1. France	1,8 %	26 %	Taux des droits : 40 % de la valeur quelle que soit la nature du bien
2. Allemagne	0	0	Abattement de 60 % de la valeur de l'entreprise
3. Belgique	0	0	Taux des droits : 3 % de la valeur de l'entreprise si la famille la conserve pendant 5 ans
4. Espagne	2,5 %	IR	Dégrèvement de 95 % sur la base imposable des droits de succession pour une entreprise
5. Italie	0	IR	Taux des droits : 27 % de la valeur
6. Royaume-Uni	0	IR	<i>Exonération à 100 % des droits de succession sur les actifs de l'entreprise</i>
7. Suède	1,5 % [*]	IR	Taux des droits : 30 % de la valeur
8. Suisse	0	0	Taux des droits : 0 à 7 % de la valeur selon les cantons

(*) L'impôt ne peut excéder 70 % des revenus en Espagne et 60 % en Suède

Source : Gattaz 2002

Les conséquences de cette fiscalité pour les entreprises familiales seraient d'abord la délocalisation des entreprises existantes et la création directe d'entreprises à l'étranger. Une autre conséquence serait la vente des entreprises françaises à des groupes étrangers. Ainsi des rapports ont souligné l'importance de l'expatriation des Français à l'étranger pour y créer de nouvelles entreprises innovantes essentiellement en Angleterre et aux États-Unis.

L'implantation étrangère en France qui s'est fortement développée au début des années 1990 a particulièrement ciblé les petites et moyennes entreprises. Entre 1990 et 1998, le nombre de groupes étrangers s'implantant sur le territoire national à travers une ou plusieurs PME a quadruplé. L'implantation des groupes étrangers en France s'est faite de plus en plus par le rachat d'entreprises au détriment de la création. Ces rachats d'entreprises sont souvent accompagnés de mesures de restructuration avec des diminutions d'effectifs.

L'étude de l'impact des investissements étrangers en Lorraine (voir chapitre 3) confirme que l'emploi dans ces PME diminue fortement après le rachat par un investisseur étranger, mais le bilan global est positif grâce aux créations et aux extensions de sites qui accompagnent ces implantations étrangères.

- Chapitre Premier -

Contributions ¹ :

ALLOUCHE José et AMANN Bruno (université de Paris-I) : « Structures de propriété, performances des entreprises familiales et mondialisation » (séance du 6 mars 2002).

BAUDRU Daniel (LEREPS) : « Les investisseurs internationaux : éléments de synthèse » (séance du 8 janvier 2002).

BERTRAND Marianne, SCHOAR Antoinette et THESMAR David (INSEE/CREST) : « Actionnaires étrangers contre salariés français ? Un enseignement des réformes financières en France dans les années 1980 » (séance du 6 mars 2002).

BOCCARA Frédéric (INSEE – Banque de France) : intervention lors de la séance du 4 décembre 2001 sur les non-résidents et le contrôle des entreprises ; complément d'informations (séance du 4 décembre 2001).

LAMBERT Frédéric (Banque de France) : « Évaluation de la pénétration des non-résidents dans le capital des entreprises françaises à partir des statistiques de balance des paiements » (séance du 4 décembre 2001).

MICHALET Charles-Albert (université de Paris-IX), MILELLI Christian (CNRS) et alii : « Participation des investisseurs institutionnels étrangers dans les grandes entreprises françaises : quels critères de sélection ? » (séance du 7 mai 2002).

QUIRY Pascal (BNP Paribas) : « Quelques réflexions sur les opérations de croissance externe des entreprises françaises à l'étranger et sur les opérations de croissance externe des entreprises étrangères en France » (séance du 8 janvier 2002).

RABAUD Isabelle (Direction du Trésor) : « Les investissements directs avec l'étranger et les données d'activités des entreprises étrangères en France : une comparaison internationale » (document provisoire) (séance du 7 mai 2002).

(1) Ces contributions sont disponibles auprès de Patricia Germain (pgermain@plan.gouv.fr).

Références :

ALLOUCHE (J.) et AMANN (B.), *L'entreprise familiale, un état de l'art. Finance, Contrôle, Stratégie*, vol. 3, n° 1, p. 33-79, 2000.

ALLOUCHE (J.) et AMANN (B.), *L'entreprise familiale et l'argent*, 9^{es} rencontres « Histoire, Gestion, Organisations », Presses de l'Université, Toulouse-I, p. 287-297, 2001.

CAISSE DES DEPOTS ET CONSIGNATIONS, « Poids des non-résidents et volatilité », CDC Marchés, *Flash*, n° 58, 2000.

DATAR, *Investissements étrangers en France en 2000*, communiqué de presse, avril 2001.

FACCIO (M) et LANG (L.H.P.), *The Separation of Ownership and Control. An Analysis of Ultimate Ownership in Western European Countries*, document de travail, congrès de l'EFA, Londres, 2000.

FEUVRIER (P.), « Les groupes structurent l'industrie française », SESSI, *Le 4 Pages des Statistiques industrielles*, n° 127, février 2000.

FEUVRIER (P.) et LEHOUCQ (Th.), « L'implantation étrangère dans l'industrie française », *Problèmes Économiques*, n° 2.692, p. 17-20, décembre 2000.

KADJAR (A.), « Implantations étrangères : une pénétration plus active dans le commerce de gros », *Économie et Statistique*, n° 326-327, p. 139-158, 1999.

KREMP (E.) et SEVESTRE (P.), « L'appartenance à un groupe facilite le financement des entreprises », *Économie et Statistique*, n° 336, p. 79-92, 2000.

LEHOUCQ (Th.), « Les entreprises étrangères dans l'industrie française : une forte implantation », SESSI, *Le 4 Pages des Statistiques industrielles*, n° 132, juin 2000.

LOISEAU (H.), « Des groupes de la taille d'une PME », *INSEE Première*, n° 764, mars 2001.

- Chapitre Premier -

MATHIEU (E.), « Les investisseurs internationaux en France », *Les Notes bleues de Bercy*, n° 218, novembre 2001.

MORIN (F.) (sous la direction de), *Structure de détention du capital des groupes français : analyse actualisée de l'évolution*, LEREPS, juin 1999.

MUCCHIELLI (J.-L.), NIVAT (D.) et THOLLON-POMMEROL (V.), *Les investissements directs étrangers en France*, rapport d'un groupe de travail du CNIS, n°64, février 2001.

SKALITZ (A.), « Au-delà des entreprises : les groupes », *INSEE Première*, n° 836, mars 2002.

TAGIURI (R.) et DAVIS (J.), *All in the family*, Citizens Bank, 1982.

VERGEAU (E.) et CHABANAS (N.), « Le nombre de groupes d'entreprises a explosé en 15 ans », *INSEE Première*, n° 553, novembre 1997.

Chapitre 2

L'interaction des investissements en portefeuille et des restructurations d'entreprises

Depuis la seconde moitié des années 1990, la mobilité des capitaux a fortement changé l'ampleur et la nature des investissements internationaux. Si auparavant, les investissements directs étrangers se matérialisaient par des achats ou créations d'usines, ils prennent aujourd'hui la forme de prises de participations dans le capital social des entreprises et donc s'inscrivent dans une stratégie de contrôle des grands groupes qui développent leur activité sur une échelle mondiale.

Les entreprises sont de plus en plus mondiales dans leur implantation et de plus en plus ouvertes aux capitaux internationaux. Les investissements directs étrangers ¹ contribuent à façonner le périmètre des groupes et sont au cœur de la restructuration industrielle essentiellement à travers les mouvements de fusions-acquisitions. Ils recouvrent le plus souvent des fusions et acquisitions de grande ampleur surtout dans la période récente. Sur la période 1990-2000, ces fusions-acquisitions sont de plus en plus transfrontières et d'un montant élevé (> 50 millions d'euros). L'exigence des gestionnaires internationaux pour la création de la valeur avec des taux de rentabilité (ROE) de 15 % ² pour les actionnaires a entraîné de plus en plus de groupes à se renforcer sur leur métier de base. Il faut une taille critique pour mobiliser les capitaux afin d'avoir une position concurrentielle favorable (section 1).

L'intégration des marchés financiers a favorisé les investissements de portefeuille en titres étrangers et la pénétration des non-résidents sur les marchés d'actions domestiques. Ce double mouvement ne peut se comprendre,

(1) Voir encadré 1.

(2) Voir le rapport « Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance », La Documentation française, octobre 2002.

en réalité, sans évoquer la remarquable augmentation des investissements en portefeuille au cours de la dernière décennie.

Le rôle de l'intermédiation bancaire est particulièrement important en France dans les opérations de fusions-acquisitions et peut être une alternative à l'intermédiation de marché où les fonds de pensions et les sociétés d'investissement sont les principaux acteurs (section 2).

1. Les investissements directs étrangers recouvrent majoritairement des opérations de fusions-acquisitions

L'investissement direct étranger a considérablement augmenté au cours de ces quinze dernières années (tableau 17). Les incidences de cette évolution générale sur la formulation sont très larges : l'IDE est devenu le principal mécanisme par lequel les pays s'intègrent dans l'économie mondiale, les décideurs des pays et des régions doivent analyser les relations économiques internationales de plus en plus sous l'angle de l'IDE et plus seulement, ni même principalement, sous l'angle du commerce.

En outre, les flux d'IDE peuvent provenir d'un groupe de pays beaucoup plus diversifié que par le passé. Dans les années 1970, seuls deux pays (les États-Unis et le Royaume-Uni) investissaient plus de 3 milliards de dollars par an à l'étranger, en 1997, ce chiffre était atteint par 19 pays. Aujourd'hui, il est atteint ou dépassé par tous les grands pays développés.

Les fusions-acquisitions transfrontières représentent l'essentiel des investissements directs dans la période récente 1996-2000¹ (tableau 17 et figure 7).

Le marché des fusions-acquisitions a connu un niveau record en 2000 (1 100 milliards USD), en augmentation de 72 % par rapport à 1999, notamment du fait des « meag deals » et que le secteur le plus actif dans l'activité des fusions a été celui des télécommunications comme le montre le tableau 18.

(1) Selon la contribution de Nam-Hoon Kang référencée en fin de chapitre.

- L'interaction des investissements en portefeuille... -

Tableau 17
Fusions-acquisitions transfrontières et flux d'investissements directs
(1988-2001)

(en milliards de USD)

Années	1988-93	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000 *	2001 *
Flux d'investissements directs (1)	191	256	332	378	474	680	865	1 300	760
Fusions-acquisitions transfrontières (2)	110	132	189	232	314	583	792	1 100	600
Ratio (2)/(1)	57	51	57	62	66	86	91	85	79

Source : OCDE (*) – CNUCED

Champ : monde

Montant en chiffres bruts

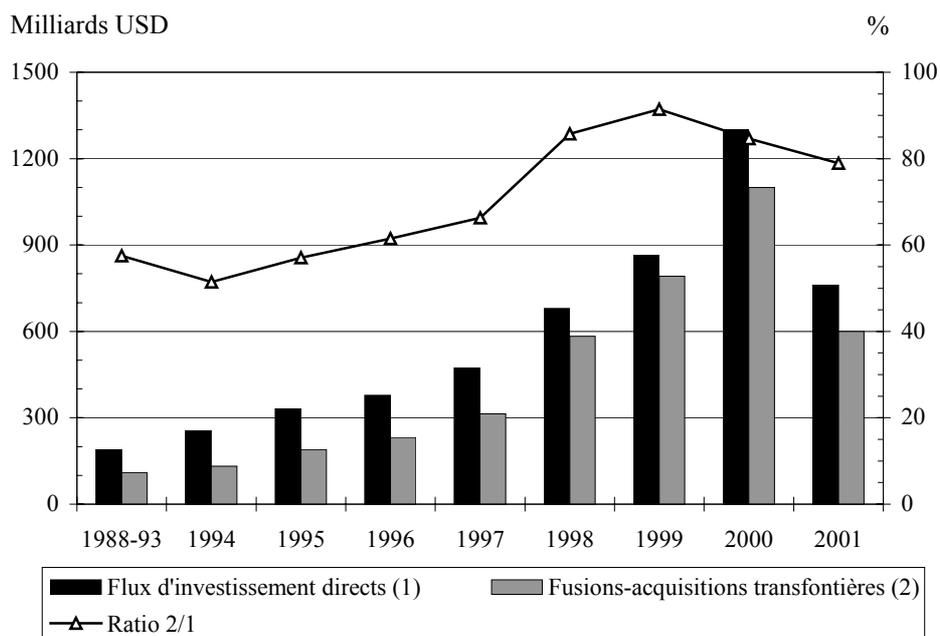
Tableau 18
Les 10 plus importantes opérations de fusions-acquisitions
réalisées au niveau mondial en 2000

(en milliards de USD)

Cible			Acquéreur			Montant
Entreprise	Pays	Activité	Entreprise	Pays	Activité	
Mannesmann AG	Allemagne	Télécom.	Vodafone Airtouch Plc.	Royaume-Uni	Télécom.	172,706
Orange Plc.	Royaume-Uni	Télécom.	France Telecom S.A.	France	Télécom.	46,261
Chine Mobile Com. Corp.	Chine	Télécom.	China Mobile Ltd.	Hong Kong	Télécom.	32,840
Atlantic Richfield Co.	États-Unis	Pétrole & gaz	BP Amoco Plc.	Royaume-Uni	Pétrole & gaz	25,030
Seagram Co. Ltd.	Canada	Médias & com.	Vivendi S.A.	France	Holding	24,217
Bestfoods	États-Unis	Agro-alimentaire	Unilever Plc.	Royaume-Uni	Holding	20,212
E-Plus Mobifunk GmbH	Allemagne	Télécom.	Koninklijke KPN NV	Pays-Bas	Services postaux	19,107
Allied Zurich Plc.	Royaume-Uni	Holding (assur.)	Zurich Allied AG	Suisse	Holding (assur.)	18,671
CWC Consumer Co.	Royaume-Uni	Câblo-opérateur	Ntl. Inc.	États-Unis	Câblo-opérateur	13,034
CCF	France	Banque	HSBC Holding Plc.	Royaume-Uni	Banque	10,728

Source : étude « Le marché des fusions et acquisitions transfrontières en 2000 », KPMG Corporate Finance

Figure 7
Fusions-acquisitions transfrontières et flux d'investissements directs
 (1988-2001)



Source : CNUCED

Le climat d'incertitude né du ralentissement de l'économie mondiale a entraîné une contraction générale des investissements directs étrangers en 2001 et la fin d'un cycle de fusions-acquisitions et de restructuration. Celles-ci ont en effet diminué de 55 % en 2001 après avoir connu un envol de 72 % entre 1999 et 2000.

Le récent rapport 2002 sur l'investissement mondial de la CNUCED indique une chute de 60 % des flux entrants et sortants de l'Union européenne en 2001. Le déclin des entrées a été le plus marqué en Allemagne où les flux entrants sont passés de 195 milliards à 32 milliards de dollars, après des opérations exceptionnelles en 2000, comme le rachat de Mannesmann par Vodafone.

- L'interaction des investissements en portefeuille... -

Les États-Unis sont restés la première destination bien que les flux entrants aient diminué de moitié passant de 301 milliards à 124 milliards de dollars.

Ils sont redevenus le premier investisseur mondial mais avec des flux sortants en baisse de 30 % en 2001 par rapport à 2000.

Les opérations de fusions-acquisitions transfrontières représentent entre 25 et 30 % du total de la valeur des fusions-acquisitions à l'échelle du monde (tableau 19 et figure 8). En Europe, cette part est encore plus importante et dépasserait 50 % après 1996. En effet, aux États-Unis, compte tenu de la taille du marché, les opérations demeurent essentiellement domestiques, tandis qu'en Europe, les opérations intra-européennes sont importantes et comptabilisées comme opérations transfrontières.

L'exigence des investisseurs internationaux en matière de création de valeur au profit de l'actionnaire avec des retours sur l'investissement de 15 % a poussé l'entreprise à se recentrer sur son métier de base. Ceci donne un avantage compétitif par rapport à ses concurrents qui devrait se traduire par une meilleure rentabilité.

Les fusions-acquisitions présentées comme une consolidation verticale est un moyen de création de valeur pour l'actionnaire en exploitant les synergies entre établissements fusionnés. Ces opérations s'inscrivent pour donner une taille critique.

Il apparaît d'une manière générale que pour les fusions-acquisitions dans les secteurs de la « nouvelle économie » comme les télécommunications, seule une taille critique permet de faire face à l'importance des coûts fixes.

Tableau 19
Évolution des fusions-acquisitions transfrontières

(en milliards de USD)

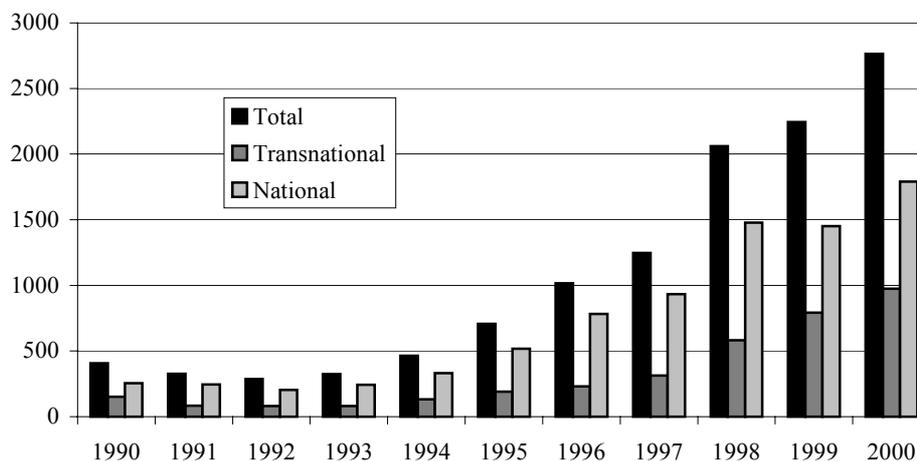
Années	Total	Transfrontière	Domestique
1990	407	153	254
1991	329	83	245
1992	286	81	205
1993	325	82	243
1994	465	132	333
1995	708	189	518
1996	1 016	232	783
1997	1 247	314	933
1998	2 061	582	1 478
1999	2 245	792	1 453
2000 *	2 765	974	1 791

(*) pour 2000 de janvier à octobre

Source : Thomson Financial Products

Champ : monde

Figure 8
Évolution des fusions-acquisitions transfrontières
 (USD milliards)



Source : Thomson financière

Champ : monde

Les chiffres sur les fusions et acquisitions transfrontières couvrent ainsi un périmètre à la fois plus large (toutes les opérations d'acquisition d'une entreprise par une autre située dans un autre pays, quel que soit le montage financier mis en œuvre) et plus étroit (les autres opérations d'investissements directs – prêts et placements entre affiliés – ne sont pas prises en compte) que les statistiques d'investissements directs.

Encadré 4 : Principales différences entre statistiques d'investissements directs et chiffres de fusions et acquisitions transfrontières	
Statistiques de fusions et acquisitions transfrontières	Statistiques d'investissements directs
Méthodologie variable selon les fournisseurs de données.	Méthodologie fixée au niveau international (FMI, OCDE) et européen (BCE), identique pour tous les pays.
Toute opération de rachat d'une entreprise par une autre entreprise située dans un autre pays.	Tous les flux financiers entre une entreprise résidente et une entreprise non-résidente dès lors qu'une des deux entreprises détient au moins 10 % du capital de l'autre.
L'acquisition peut s'effectuer directement ou indirectement, par l'intermédiaire d'une filiale située à l'étranger par exemple.	Seuls les flux entre résidents et non-résidents sont recensés. En cas d'acquisition d'une entreprise résidente par un non-résident via une filiale résidente, aucun flux ne sera enregistré en balance des paiements. Idem en cas de rachat d'une entreprise résidente par un non-résident auprès d'un autre non-résident.
Opérations en capital uniquement.	Opérations en capital, opérations de prêts et placements entre affiliés et bénéficiaires réinvestis.
Chiffres bruts, sans déduction des désinvestissements.	Les chiffres les plus fréquemment commentés sont nets, après déduction des désinvestissements.
Opérations souvent comptabilisées dès leur annonce.	Opérations enregistrées lors de leur réalisation.
Sources : - Publications d'entreprises privées, banques ou cabinets de conseil - CNUCED, certains offices statistiques nationaux (ONS)...	Sources : - Banques centrales ou offices statistiques nationaux - FMI, OCDE, Eurostat, CNUCED...
<i>Source : Frédéric Lambert, BdF</i>	

Ces différences recensées dans l'encadré 4, expliquent les écarts entre les montants des fusions et acquisitions transfrontières présentés par Pascal Quiry et les flux d'investissements directs recensés dans la balance des paiements de la France (voir tableau 20 et figure 9 ci-après).

Tableau 20
Écart selon les sources entre les flux d'investissements directs
et les montants des fusions-acquisitions transfrontières

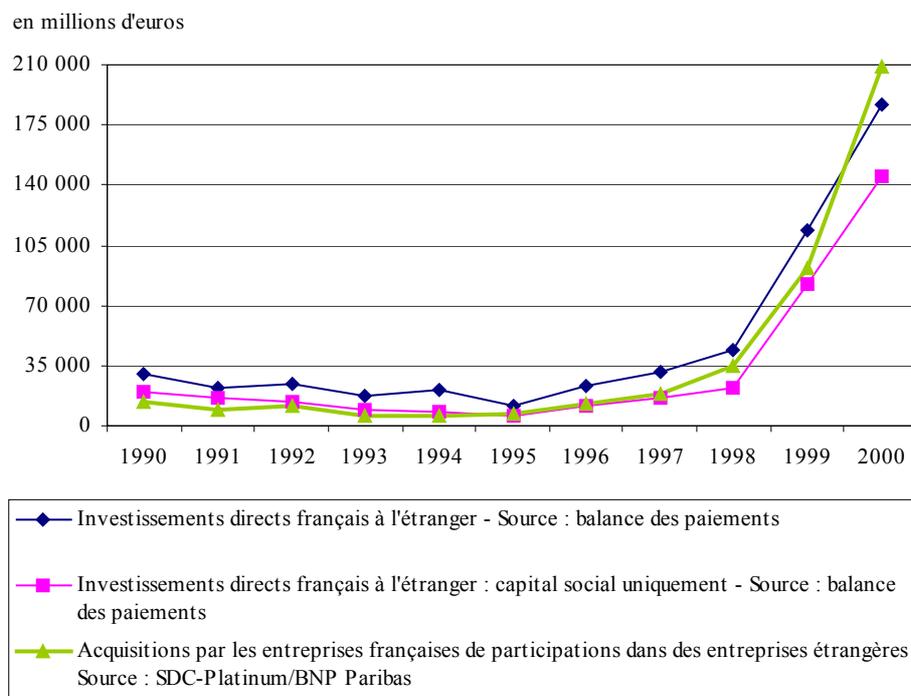
(en millions d'euros)

Années	Investissements directs français à l'étranger (1)	Investissements directs français à l'étranger (1) : capital social	Acquisitions par les entreprises françaises de participation dans des entreprises étrangères (2)
1990	30 078	19 989	14 437
1991	21 617	15 955	9 110
1992	24 538	13 622	11 548
1993	17 036	8 870	5 602
1994	20 629	8 465	5 491
1995	11 989	6 099	6 384
1996	23 724	11 893	12 479
1997	31 662	16 077	19 141
1998	43 719	21 620	35 378
1999	113 213	82 363	91 769
2000	187 211	145 558	208 817

(1) Source : balance des paiements

(2) Source : SDC-Platinum/BNP Paribas

Figure 9



On estime qu'à la fin des années 1960, il existait 7 000 entreprises transnationales dans les 14 pays d'origine les plus importants ; au milieu des années 1990, ce nombre atteignait 37 000. Le nombre de filiales étrangères par entreprise transnationale a lui aussi augmenté ; il est passé d'environ quatre au début des années 1990 à près de huit au milieu de cette décennie.

L'investissement direct étranger ne sert pas seulement à relier les marchés entre eux, c'est aussi un mécanisme qui intègre les systèmes de production des différents pays. Par le passé, ce dernier aspect n'était pas très important, la plupart des sociétés transnationales misaient sur l'autonomie, c'est-à-dire que leurs filiales étrangères étaient en grande partie des unités indépendantes dont les liens avec le réseau mondial des établissements de la société mère restaient ténus. Aujourd'hui toutefois, un nombre croissant des sociétés transnationales poursuivent des stratégies d'intégration complexes caractérisées par une division internationale du travail dans le cadre de laquelle tous les maillons de la chaîne de

production et de distribution peuvent être implantés à l'étranger, tout en restant totalement intégrés dans le réseau de la société mère (voir encadré 5 sur l'entreprise réseau). Des stratégies d'intégration complexes visent à exploiter des économies d'échelle sur le plan régional ou mondial, et à intensifier la spécialisation fonctionnelle. Il en résulte des réseaux de production intégrés tant sur le plan international qu'au niveau de l'entreprise. Les interactions en réseaux de production ont donné naissance à un système international de production intégré qui est au cœur de la mondialisation de l'économie.

Les réseaux d'entreprises ainsi créés peuvent constituer des circuits internationaux pour la transmission non seulement du capital mais aussi de la technologie, du savoir-faire, des compétences et des produits et services.

Encadré 5 : La firme en réseau

Les fusions-acquisitions transfrontières et les investissements étrangers directs ne recouvrent qu'une partie du développement international des entreprises. Une solution alternative aux fusions-acquisitions, consiste dans le développement rapide de partenariats avec des firmes sans liens capitalistiques (stratégies d'alliance). Mais ces différents aspects du développement des entreprises vont de pair et ont certains déterminants en commun : le rôle des NTIC, la séparation des fonctions...

L'ensemble des partenaires indépendants et des filiales de l'entreprise constitue un réseau complexe, dont le développement a été favorisé par les technologies de l'information et de la communication, la réduction des coûts de transport, l'abaissement général des barrières tarifaires et non tarifaires. Les firmes ont ainsi fait face à une concurrence globalisée qui a poussé à une nouvelle organisation des entreprises. Dans la recherche de la taille critique et des parts de marché, les oligopoles nationaux cèdent la place à des oligopoles mondiaux. À la compétition par les coûts s'ajoute simultanément celle liée à la « différenciation », à la réactivité par la réduction des délais et à la course à l'innovation.

Les modèles de réseaux semblent répondre à ces préoccupations et constituent la tendance dominante de la nouvelle architecture d'organisation. Ces modèles se sont accompagnés de plusieurs évolutions : la décomposition des grandes entreprises précédemment organisées sur le mode hiérarchique en un réseau de taille réduite fonctionnant comme des centres de profit autonomes supervisés par un centre stratégique ; l'externalisation croissante des activités non stratégiques, tendance lourde qui touche tous les secteurs.

L'enjeu de ces réseaux est évidemment de concilier les économies d'échelle qui justifient l'existence des groupes avec la proximité et la rapidité qu'exige l'évolution des marchés.

Cette externalisation permet de mieux contrôler les délais, les prix et la qualité : on maîtrise parfois mieux un fournisseur qu'une unité interne. Les risques conjoncturels sont

également répartis sur le fournisseur car il est plus facile de s'en séparer que de licencier des salariés.

Par ailleurs, les activités se scindent entre la production d'un côté et de l'autre les réseaux de vente et de marketing. Il faut ajouter un troisième pôle celui de la conception des produits ou des procédés, de la recherche et développement et de l'innovation. Un schéma similaire de séparation des fonctions est repris dans la banque par la distinction structurante qui sépare le *back office* du *front office*.

Quand les entreprises multinationales implantent des filiales à l'étranger, elles choisissent fréquemment de délocaliser la production et les réseaux de vente, alors que les activités de conception qui constituent l'essentiel de la valeur ajoutée seraient vouées à rester sur le territoire national. Ainsi l'un des enjeux fondamentaux de la recomposition du capital des sociétés européennes est l'ancrage de ces activités de conception, d'ingénierie, de recherche et développement sur le territoire européen.

Source : « *Le nouveau monde industriel* » de Pierre Veltz.

L'essor remarquable des investissements directs sous forme d'opérations de fusions et acquisitions fait que l'on ne peut aujourd'hui dissocier facilement investissements directs et investissements de portefeuille. Il s'est également accompagné d'une augmentation sensible du rôle joué par les marchés d'actions et par les investisseurs en portefeuille dans les transactions financières internationales.

Au plan méthodologique, il existe des différences entre les statistiques d'investissement direct et les données sur les fusions et acquisitions, telles qu'elles sont retracées par les sources d'information privée, comme la base « Mergers and Acquisitions » de Thomson Financial, qui est la référence en ce domaine. Une note récente du ministère de l'Économie ¹ souligne que toutes les opérations de fusions et acquisitions ne correspondent pas à des investissements directs. Ainsi, par exemple, une acquisition à l'étranger réalisée par l'intermédiaire d'une filiale non résidente ne se traduit pas nécessairement par un flux d'investissement direct enregistré en balance des paiements ². Mais, la note permet aussi de montrer qu'il existe des relations étroites, même si elles sont complexes, entre les opérations de fusions et acquisitions et les

(1) Isabelle Rabaud, « Investissements directs et activités des entreprises étrangères : un point méthodologique » MINEFI – Trésor – E1 – IR (N141), 9 avril 2002.

(2) Inversement, les flux d'IDE comprennent des opérations qui ne figurent pas parmi les fusions et acquisitions, comme les « green fields ».

investissements en portefeuille. On reprend l'une des illustrations de ces relations présentée par la note.

Ainsi, dans le cas du rachat du CCF par HSBC, l'achat des titres CCF par des investisseurs britanniques s'est traduit par une augmentation des investissements directs à l'étranger (en France) de ces investisseurs britanniques, mais aussi par des investissements en portefeuille. Le capital du CCF étant détenu à hauteur de 30 % par des petits actionnaires français (détenant moins de 10 % des parts), à hauteur de 15 % par des petits actionnaires non résidents, et à hauteur de 55 % par trois sociétés non résidentes, détenant respectivement 20 %, 20 % et 15 % du capital. La cession des titres CCF par ces gros porteurs s'est traduite par des désinvestissements directs de non-résidents en France à hauteur de 55 euros pour 100 euros de capital. HSBC ayant proposé aux actionnaires, soit un paiement en cash de 150 euros par action, soit un échange de 13 actions HSBC contre une action CCF, la vente des actions en cash par des petits actionnaires non résidents s'est traduite par une diminution des investissements de portefeuille des non-résidents en France (à hauteur de 15), alors que l'échange d'actions CCF contre des actions HSBC (à hauteur de 5) par des petits porteurs français s'est traduite par une augmentation des achats d'actions étrangères par les résidents et donc une augmentation des investissements de portefeuille à l'étranger des résidents, et que la vente contre du cash par des petits porteurs français (à hauteur de 25) s'est traduite par une augmentation des avoirs en devises des institutions financières. Dans cet exemple, au montant de 45 euros net (pour 100 euros de capital du CCF) d'investissements directs en France par des non-résidents correspondent donc 20 euros d'investissements de portefeuille en actions et 25 d'autres investissements (en devises) par les institutions financières.

Il existe donc des effets de miroir entre les investissements en portefeuille et les flux d'investissements directs étrangers, à tout le moins à travers les opérations de fusions et acquisitions. L'augmentation de la part des non-résidents dans le capital des sociétés reflète assez largement l'augmentation remarquable du rôle des investisseurs en portefeuille au cours de la dernière décennie. Ainsi, par exemple, les méga-fusions de plus d'un milliard de dollars ont fortement augmenté dans les années 1998-2000, dépassant plus de 60 % des valeurs de transactions transfrontières. Ces opérations ont été réalisées la plupart du temps par des échanges d'actions (OPE) et favorisées par la hausse des cours des actions à la fin des années 1990. L'intervention des banques d'investissement est aujourd'hui essentielle dans les opérations de fusions et acquisitions et la réussite de ces opérations passe souvent par l'adhésion des investisseurs institutionnels aux projets de restructuration.

2. Le rôle des banques dans la recomposition du capital des entreprises en Europe

L'intégration des marchés financiers a favorisé les investissements de portefeuille en titres étrangers et la pénétration des non-résidents sur les marchés d'actions domestiques. Les investisseurs institutionnels sont devenus des acteurs de premier plan des restructurations industrielles. Faute de disposer d'une information précise pour tous les pays, on peut tout d'abord illustrer ce phénomène à partir des comptes de patrimoine de quelques grands pays. On verra ensuite plus particulièrement qu'en Europe les banques sont sans doute les principaux acteurs de cet accroissement du rôle des investissements en portefeuille.

2.1. L'accroissement des investissements de portefeuille : une mesure approchée à partir des comptes de patrimoine

On a souligné au chapitre Premier la remarquable progression des investissements en portefeuille dans le total des investissements étrangers en France. Cette augmentation témoigne de l'accroissement du rôle des investisseurs en portefeuille dans les flux d'échanges financiers internationaux. Pour mesurer cette augmentation du rôle des investisseurs en portefeuille dans la recomposition du capital des entreprises, il conviendrait de disposer sur une large base géographique de données statistiques sur la structure des portefeuilles des investisseurs selon la destination géographique des fonds. Si l'on dispose de l'information sur la part des IPE dans le total des opérations en capital pour la France, il n'en va pas de même pour la plupart des autres grands pays. Certes, il existe des enquêtes sur la détention par les résidents d'actifs étrangers, réalisées sous la coordination du FMI, par les banques centrales nationales. Mais les derniers résultats remontent à 1997 et ils ne couvrent pas tous les grands pays occidentaux. Faute de disposer d'une information aussi précise à une échelle assez large, on peut néanmoins tenter de mesurer, de manière approchée, l'évolution du rôle des investissements en portefeuille en observant dans les comptes de patrimoine la progression (souvent remarquable) de la part des non-résidents dans les encours totaux d'actifs financiers domestiques (tableau 21). On peut en effet admettre en première approximation que les actifs détenus par des non-résidents sont pour l'essentiel des avoirs d'investisseurs institutionnels étrangers. Toutefois, il convient d'être prudent dans l'interprétation de ces données.

Les comparaisons internationales ne permettent pas une évaluation du même type faute d'une harmonisation des pratiques d'établissement des comptes de

- Chapitre 2 -

patrimoine (en particulier, la valorisation des actions, dans les systèmes de comptabilité nationale, n'est pas homogène selon le secteur institutionnel auquel elles sont affectées ¹⁾). L'accroissement de la part des non-résidents dans les portefeuilles globaux peut être cependant illustré sommairement à partir des comptes de patrimoine entre 1998 et 2000 (tableau 21).

Bien que les taux de détention ne soient pas comparables d'un pays à l'autre, le taux élevé au Royaume-Uni apparaît lié à l'importance de la place financière de Londres, le faible taux de détention aux États-Unis est à rapprocher de la taille de l'économie américaine et celui de l'Allemagne de ses caractéristiques financières (banque universelle). Cependant, dans les quatre pays, la progression des avoirs des non-résidents est plus forte que celle des résidents.

On observe également que la pénétration des non-résidents est en moyenne beaucoup plus forte dans les trois pays européens étudiés qu'aux États-Unis, ce qui traduit un effet de taille relative des pays, qui tend à accroître le taux de pénétration des non-résidents dans les pays les moins grands et à le réduire dans le plus grand pays, les États-Unis. Nous reviendrons sur ce point plus loin.

Cet accroissement de la part des non-résidents est tout aussi remarquable si l'on considère la détention d'actions (tableau 22). La hausse boursière n'explique donc pas, à elle seule, la progression des non-résidents.

(1) Voir le rapport « Actions non cotées », Commissariat général du Plan, septembre 2002.

Tableau 21
Évolution de la détention d'actifs financiers par agent à la fin des années 1990

Montants en milliards de USD base 1995 et taux de détention en % du PIB

		France		Allemagne		Royaume-Uni		États-Unis	
		Montant	% du PIB	Montant	% du PIB	Montant	% du PIB	Montant	% du PIB
Ménages	1998	3 347,25	202,3	4 695,96	183,2	3 750,62	305,5	29 023,75	350,0
	1999	4 067,98	238,9	5 016,36	192,7	4 240,83	337,7	32 670,96	377,9
	2000	4 176,57	237,9	Nd		3 919,44	302,8	3 085,36	339,9
Entreprises	1998	2 986,55	180,5	2 473,58	96,5	1 026,35	83,6	6 053,52	73,0
	1999	3 858,54	226,6	2 806,24	107,8	1 302,26	103,7	6 674,24	77,2
	2000	4 181,83	238,2	Nd		1 682,72	130,0	7 215,89	79,5
État	1998	598,96	36,2	469,08	18,3	243,08	19,8	1 459,48	17,6
	1999	677,71	39,8	476,38	18,3	253,67	20,2	1 608,04	18,6
	2000	653,08	37,2	Nd		299,00	23,1	1 606,55	17,7
Non-résidents	1998	2 048,39	123,8	2 632,50	102,7	3 336,88	271,8	5 215,98	62,9
	1999	2 818,13	165,5	3 123,84	120,0	3 649,35	290,6	5 749,19	66,5
	2000	3 153,05	179,6	Nd		4 437,20	342,8	6 489,76	71,5
I F	1998	6 244,46	377,4	8 305,09	324,0	7 048,22	574,1	28 617,41	345,1
	1999	7 287,98	428,0	9 272,59	356,2	7 474,52	595,2	31 754,55	367,3
	2000	7 782,57	443,3	Nd		8 153,42	629,9	32 984,36	363,4

Source : J. Byrne et P. Davis, NIESR, 2001

Données approximatives car non homogènes entre pays

Tableau 22
Évolution de la détention par les non-résidents
des actifs financiers à la fin des années 1990

(en %)

	France		Allemagne (*)		Royaume-Uni (*)		États-Unis	
	1998	2000	1998	1999	1998	2000	1998	2000
Ensemble des actifs financiers	13,5	15,8	14,2	15,1	21,7	24,0	7,4	8,2
Actions	18,3	20,0	14,3	15,2	22,9	26,9	7,1	9,4

Source : J. Byrne et P. Davis, NIESR, 2001

(*) Données non disponibles pour l'année 2000

Dans les pays européens étudiés, le taux de détention des actions par les non-résidents (toujours exprimé en pourcentage du PIB) a eu tendance à croître plus rapidement que celui des agents domestiques à la fin des années 1990. L'évolution ne s'explique donc pas seulement par la hausse des prix des actions de cette période. De plus, la part relative des non-résidents dans l'encours total des actions est relativement importante en France et au Royaume-Uni, ce qui témoigne du grand degré d'ouverture de ces deux pays aux investissements en portefeuille étrangers et traduit aussi le fait que l'on ne peut sans doute développer le financement par actions des entreprises nationales sans faire appel aux capitaux étrangers dans un pays de taille moyenne. En revanche, ce degré d'ouverture reste plus faible aux États-Unis – en raison ici encore d'un effet de taille du pays – et en Allemagne, pour des raisons historiques. Toutefois, la part des actions étrangères dans les portefeuilles demeure, dans la plupart des pays, relativement faible, ce qui traduit la permanence d'une préférence nationale dont le recul est assez lent.

2.2. Le rôle de l'intermédiation bancaire dans la recomposition du capital des entreprises en Europe

On évoque couramment le recul du rôle des institutions bancaires dans le processus de transformation financière au cours des dix à quinze dernières années comme une conséquence de l'explosion des marchés financiers. L'intermédiation de marché se serait ainsi substituée à l'intermédiation bancaire traditionnelle qui consiste à transformer des ressources financières collectées sous forme de dépôts plus ou moins liquides en crédits. Ainsi, Allen et Santomero (2001) ont été les premiers à bien mettre en lumière la réduction de la part des titres offerts par les banques (les dépôts et livrets sous leurs diverses formes) dans l'ensemble des titres offerts par les institutions financières ou

détenus par les investisseurs individuels ¹. Toutefois, les mêmes auteurs attirent aussi l'attention sur le fait que la part des banques dans le PIB ainsi que leur part dans le total des titres n'ont pas réellement diminué au cours de la même période. Une substitution s'est donc opérée de la détention directe des titres par les investisseurs individuels vers la détention des titres offerts par les fonds de pensions et des *mutual funds*. Ce phénomène qui entraîne un transfert du risque des institutions financières vers les détenteurs ultimes des titres caractérise aussi le Royaume-Uni. Mais Allen et Santomero montrent qu'on ne l'observe pas en France et en Allemagne, ni au Japon, pays où l'intermédiation bancaire joue traditionnellement un rôle plus important.

Si l'on s'intéresse aux mécanismes qui permettent aux investissements de portefeuille de jouer un rôle dans la recomposition du capital des sociétés en Europe, il est donc nécessaire d'évaluer les rôles respectifs des marchés et des institutions financières, et notamment des banques, sur le continent européen, et plus particulièrement en France, où les marchés d'actions ont connu un développement spectaculaire depuis la seconde moitié des années 1990.

Une récente étude de la Caisse des Dépôts (Boutillier, Pansard et Quéron, 2002) montre que les changements importants qui ont affecté l'activité des intermédiaires financiers et des marchés financiers dans la période récente n'ont pas réduit, loin s'en faut, le rôle des banques dans la transformation des fonds. Cette étude rejoint les constats d'Allen et Santomero. L'intermédiation bancaire se présente dans nombre de pays européens comme une alternative puissante à l'intermédiation de marché dont les fonds de pension et sociétés d'investissement sont les principaux opérateurs. L'étude montre en particulier qu'en France la très grande majorité des opérations d'intermédiation est encore réalisée par les banques et leurs filiales. Cela s'explique largement par la domination des banques dans l'activité de gestion d'OPCVM et leur forte présence dans l'offre des produits d'assurance-vie, ainsi que par le développement rapide des activités de gestion d'actifs (*asset management*) dans les banques françaises.

Le tableau 23 suivant généralise les résultats d'Allen et Santomero. Il montre que les actifs financiers détenus par les banques représentent, en proportion du PIB, une masse stable (en France et en Espagne) ou en expansion (en Allemagne, aux États-Unis et surtout au Royaume-Uni), ce qui vérifie qu'il n'y a pas eu de déclin du rôle des banques dans la période récente. D'autres indicateurs montrent que la contribution des banques au PIB – mesurée par la

(1) Ils observent en réalité la régression de cette part depuis les années 1950.

part du produit net bancaire dans le PIB – est restée stable dans la plupart des grands pays, même si la valeur ajoutée à partir des opérations traditionnelles des banques a baissé, et qu'elle a très nettement augmenté en Allemagne où les banques continuent donc de jouer un rôle accru dans le système financier domestique.

Tableau 23
Actifs financiers des banques rapportés au PIB

(en %)

	1980	1990	1996	1997	1998	1999	2000
Allemagne	138,3	179,8	201,1	216,7	233,7	251,1	Nd
Espagne	Nd	174,8	189,1	191,9	196,1	207,4	211,8
France	199,3	225,3	235,5	248,9	253,5	281,4	285,6
Italie	Nd	149,6	146,3	146,1	143,2	149,7	Nd
Royaume-Uni	169,1	299,9	348,3	380,9	380,0	377,8	410,1
États-Unis	110,9	139,5	153,9	159,6	170,9	181,5	185,4

Source : « Lettre Économique de la CDC », n°137, février 2002

En Europe comme aux États-Unis, l'explosion des marchés financiers s'est accompagnée d'une montée en puissance des investisseurs institutionnels (OPCVM, fonds de pension, compagnies d'assurance). En France, cette évolution s'est accompagnée d'un recul de la part des placements liquides au profit notamment de l'assurance-vie dans les portefeuilles des ménages. Mais, dans la plupart des pays européens, nombre d'OPCVM font partie intégrante des groupes bancaires et ces derniers distribuent et gèrent des produits d'assurance-vie. En tenant compte de ces relations de propriété, et en collectant les statistiques des flux d'assurance-vie par réseaux, les auteurs de l'étude ont pu reconstituer les parts de marché effectives des groupes bancaires dans l'offre d'actifs aux ménages dans les différents pays et ils les ont comparées aux parts de marché apparentes (tableaux 24.a et 24.b).

- L'interaction des investissements en portefeuille... -

Tableau 24.a
Parts de marché « apparentes » des institutions financières en 2000
(encours en milliards d'euros, année 1999 pour l'Allemagne)

	Allemagne		Espagne		France		Italie	
	Encours	%	Encours	%	Encours	%	Encours	%
Banques	1 265,8	39,0	418,3	37,5	845,4	27,0	653,8	25,2
OPCVM	377,1	11,6	143,3	12,9	289,7	9,3	461,0	17,7
Cies d'ass.-vie *	506,0	15,6	75,8	6,8	688,7	22,0	167,0	6,4
Fonds de pensions **	129,2	4,0	62,1	5,6	0,0	0,0	140,9	5,4
Marché ***	964,7	29,7	415,1	37,2	1 304,8	41,7	1 176,4	45,3
TOTAL	3 242,6	100,0	1 114,6	100,0	3 128,7	100,0	2 599,0	100,0

* Chiffre CEA pour l'Allemagne et estimation CDC IXIS pour l'Italie

** Estimations CDC IXIS pour l'Allemagne et l'Italie

*** Y compris actions non cotées et autres participations

Source : « Lettre Économique de la CDC », n°137, février 2002

TABLEAU 24.b
Parts de marché effectives des groupes bancaires en 2000
(encours en milliards d'euros, année 1999 pour l'Allemagne)

	Allemagne		Espagne		France		Italie	
	Encours	%	Encours	%	Encours	%	Encours	%
Banques	1 265,8	39,0	418,3	37,5	845,4	27,0	653,8	25,2
OPCVM « bancaires »	290,0	8,9	130,1	11,7	217,0	6,9	433,4	16,7
Assurance-vie « bancaire »	96,1	3,0	55,4	5,0	392,6	12,5	104,2	4,0
Poids des groupes bancaires	1 651,9	50,9	603,8	54,2	1 455,0	46,5	1 191,4	45,9

Source : « Lettre Économique de la CDC », n°137, février 2002

Si l'on prend en compte les activités de gestion d'actifs et l'offre des produits d'assurance-vie des banques, on observe que les banques demeurent les principaux transformateurs de l'épargne des ménages en Europe¹. Si, aux

(1) Les statistiques englobent les actions non cotées et « autres participations ».

États-Unis, la substitution s'est opérée de la détention directe des titres par les investisseurs individuels vers la détention des titres offerts par les fonds de pensions et des *mutual funds*, en Europe, elle s'est plutôt opérée, avec des vitesses variables, vers la détention des contrats d'OPCVM et des contrats d'assurance-vie.

Même si elle n'a pas diminué, la transformation financière opérée par les banques a donc changé de nature. La gestion du risque opérée par les banques a évolué de la gestion du risque de transformation de la liquidité à la gestion des risques de marché par l'utilisation des marchés dérivés. Les contrats dont disposent désormais les épargnants sont de moins en moins des contrats de dépôts qui sont les produits traditionnels de l'intermédiation bancaire. La part des actions dans les portefeuilles des ménages a sensiblement augmenté au cours des récentes années dans tous les pays étudiés, y compris l'Allemagne, comme le montre le tableau 25¹. On assiste ainsi à une sorte de convergence des structures des portefeuilles des ménages dans les pays occidentaux, même si les supports sont différents d'un pays à l'autre, en raison notamment de l'importance relative des fonds de pensions.

(1) Les données présentées dans ce tableau ne sont pas parfaitement homogènes d'un pays à l'autre, faute d'harmonisation des comptes de patrimoine. Il convient donc d'être prudent dans l'interprétation de cette évolution. Le croisement avec d'autres sources permet cependant de penser qu'elles traduisent globalement les changements observés dans les différents pays. De plus, les patrimoines étant valorisés à la valeur de marché, l'évolution de la part des actions traduit aussi la forte hausse (chute, au Japon) des cours boursiers au cours de la seconde moitié des années 1990.

Tableau 25
Évolution de la répartition des portefeuilles des ménages
 (1990–2000)

(en %)

	Royaume-Uni		États-Unis		Allemagne		Japon		France		Italie	
	1990	2000	1990	2000	1990	2000	1990	2000	1990	2000	1990	2000
<i>Dépôts, liquidités</i>	31,9	22,8	26,6	13,8	52,1	36,2	53,9	58,2	40,3	26,4	37,1	24,9
<i>Titres monétaires</i>	0,1	0,1	3,8	3,8	0,4	0,0	0,0	0,0	2,1	0,4	12,7	1,0
<i>Obligataires</i>	1,2	1,0	12,0	7,2	15,2	10,8	4,9	3,3	4,0	1,9	18,9	17,9
<i>Actions</i>	17,5	17,8	15,7	25,1	6,0	16,7	9,0	7,1	26,8	38,4	20,6	26,0
<i>Mutual funds</i>	0,6	6,1	4,0	11,0	4,5	12,1	4,2	2,7	14,0	9,0	2,2	17,6
<i>Assurance-vie et fonds de pensions</i>	48,7	52,9	38,0	39,2	21,8	24,2	28,0	28,7	12,8	23,9	8,5	12,7
Total	100,0											

Source : J. Byrne et P. Davis, NIESR

Comme le soulignent Allen et Santomero, cet accroissement de l'exposition au risque des épargnants correspond à un changement du type de partage des risques dans l'économie. L'intermédiation bancaire permet de réaliser un partage des risques intertemporel et intergénérationnel qui permet notamment de protéger les investisseurs contre les risques systématiques ou, si l'on préfère, les effets des chocs macro-économiques. Dans les systèmes financiers où l'intermédiation bancaire est forte, les intermédiaires financiers éliminent le risque en investissant dans des actifs liquides. De son côté, l'intermédiation de marché ne réalise qu'un partage à chaque instant du temps entre les individus qui est simplement fondé sur la diversification des actifs et ne couvre pas le risque systématique. Le partage intertemporel du risque est écarté par la concurrence que les marchés financiers livrent aux institutions bancaires.

- Chapitre 2 -

Contributions ¹ :

KANG Nam-Honn (OCDE) : « Changing Patterns of Industrial Globalisation – Cross-border M&As and Alliances » (séance du 3 avril 2002).

Étude « Restructuration des entreprises en Europe » dirigée par le Laboratoire de recherche en gestion et économie (LARGE), université Robert Schuman-Strasbourg-III pour le Commissariat général du Plan, 2002.

QUIRY Pascal (BNP Paribas) : « Quelques réflexions sur les opérations de croissance externe des entreprises françaises à l'étranger et sur les opérations de croissance externe des entreprises étrangères en France » (séance du 8 janvier 2002).

LAMBERT Frédéric (Banque de France) : « Principales différences entre statistiques d'investissements directs et chiffres de fusions et acquisitions transfrontières ; compléments d'informations » (séance du 3 avril 2002).

RABAUD Isabelle (Direction du Trésor), « Les investissements directs avec l'étranger et les données d'activités des entreprises étrangères en France : une comparaison internationale » (document provisoire) (séance du 7 mai 2002).

RABAUD Isabelle (Direction du Trésor), « Investissements directs et activités des entreprises étrangères : un point méthodologique » MINEFI-Trésor-E1-IR (N141), 9 avril 2002.

Références :

ALLEN (F.) et SANTOMERO (A.), « What Do Financial Intermediaries Do ? », *Journal of Banking and Finance*, vol. 25, p. 271-294, 2001.

ARTUS (P.), « Capitalisme anglo-saxon, flexibilité et réaction aux chocs », *Flash*, CDC IXIS, n° 241, 7 décembre 2001.

(1) Ces contributions sont disponibles auprès de Patricia Germain (pgermain@plan.gouv.fr).

ARTUS (P.), « Que reste-t-il du modèle américain ? », *Flash*, CDC IXIS, n° 58, 13 mars 2002.

BAUDRU (D.), LAVIGNE (S.) et MORIN (F.), « Les investisseurs institutionnels internationaux : une analyse du comportement des investisseurs américains », *Revue d'Économie Financière*, n° 61, p. 121-134, mai 2001.

BOUTILLIER (M.), PANSARD (F.) et QUERON (A.), « La place des banques dans la gestion de l'épargne financière des ménages : y aurait-il un modèle européen ? », *Lettre Économique de la CDC*, n° 137, février 2002.

BOUTON (D.), *Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées*, MEDEF-AFEP, septembre 2002.

DREE, *Les investissements directs dans le monde en 2000/2001*.

FONTAGNE (L.), *L'investissement étranger direct et le commerce international : sont-ils complémentaires ou substituables ?*, documents de travail de la DSTI, OCDE, 1999.

FORUM, université de Paris-X-Nanterre, *Régimes de gouvernement d'entreprise : différences nationales et stratégies d'entreprises*, rapport intermédiaire pour le compte du Commissariat général du Plan – appel d'offres « Gouvernement d'entreprise », projet n° 16, novembre 2000.

HOARAU (Ch.) et alii, *Gouvernement d'entreprise et gestion des relations avec les parties prenantes (« Stakeholders ») : information, évaluation des performances, contrôle externe*, rapport pour le Commissariat général du Plan, Laboratoire Gregor, IAE de Paris, novembre 2001.

INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Analysis of the Results of the 1997 Coordinated Portfolio Investment Survey and Plans for the next Survey*, 2000.

LE BRIS (F.), « Le rôle des filiales de commerce de gros des groupes étrangers », *Industrie française et mondialisation*, p. 137-143, 1998.

LEWIS (K.), « Trying to Explain the Home Bias in Equities and Consumption », *Journal of Economic Literature*, vol. 37, 1999.

OCDE, *Le nouveau visage de la mondialisation industrielle : fusions-acquisitions et alliances stratégiques transnationales*, 2001.

- Chapitre 2 -

OCDE, *Mesurer la mondialisation. Le poids des multinationales dans les économies de l'OCDE*, vol. I : secteur manufacturier, 2001.

OCDE, *Mesurer la mondialisation. Le poids des multinationales dans les économies de l'OCDE*, vol. II : services, 2001.

PASSERINI (P.), « Investissements directs étrangers : principaux acteurs sur le marché de l'UE et rôle des centres offshore (1992-2000) », *Statistiques en bref*, Eurostat, Thème 2, n° 37, 2001.

PLIHON (D.) et PONSSARD (J.-P.) (sous la dir.), La montée en puissance des fonds d'investissements – Quels enjeux pour les entreprises ?, *Collection Les Études*, La Documentation française, janvier 2002.

PONSSARD (J.-P.), « La montée des fonds d'investissements étrangers : une nouvelle donne pour le gouvernement d'entreprise », SESSI, *Le 4 Pages des Statistiques industrielles*, n° 147, juin 2001.

STULZ (R.), *International Portfolio Choice and Asset Pricing : An International Survey* in R. Jarrow et al., eds, *Handbook in OR & MS*, vol. 9, Finance, Elsevier Science B.V., 1995.

WARNOCK (F.), « Home Bias and Turnover Reconsidered », *International Finance Discussion Paper* n° 702, Board of Governors of the Federal Reserve System, avril 2001.

WARNOCK (F.) et MASON (M.), « The geography of capital flows » *Emerging Markets Quarterly International Finance Discussion Paper* n° 688, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2001.

WARNOCK (F.) et CLEAVER (C.), « Financial Centers and the Geography of Capital Flows », *International Finance Discussion Paper* n° 722, Board of Governors of the Federal Reserve System, avril 2002.

Chapitre 3

Un enjeu majeur : l'impact des investissements étrangers sur l'emploi en France

La recomposition du capital des sociétés donne lieu à de nombreuses questions. Le groupe de travail en a retenu deux. Tout d'abord, les questions économiques : l'action de ces entreprises à capitaux étrangers pourrait contrarier la croissance et le développement économique du pays, ou du moins réduire ces performances économiques en termes de balance commerciale et d'emploi. Ensuite, des questions politiques : peut-on admettre que les centres de décision importants s'éloignent du territoire national ?

En demeurant sur le seul terrain du développement économique, les conséquences symétriques d'une pénétration croissante des capitaux étrangers en France et d'un investissement croissant des groupes français à l'étranger sont difficiles à apprécier, car il faudrait pouvoir comparer la situation qui en résulte avec une situation de non-ouverture, ou de moindre ouverture, qui reste spéculative. Il est encore plus délicat d'apprécier les conséquences de la recomposition du capital des entreprises considérées comme françaises, mais dont les actions sont en grande partie, voire majoritairement dans quelques cas, détenues par des fonds institutionnels étrangers. C'est pourquoi l'on dispose de peu d'études sur ces questions.

En utilisant au mieux quelques informations existantes, on peut toutefois mettre en évidence une action économique positive, notamment sur l'emploi, de la pénétration étrangère en France. On peut imaginer que l'exportation de capitaux français conduit de façon symétrique à une augmentation des emplois à l'étranger (section 1). Faut-il additionner au niveau mondial ces effets positifs symétriques, ou doit-on s'attendre à une substitution importante, qui reviendrait à annuler les effets attendus de l'ouverture des économies les unes aux autres ? Ce débat renvoie aux théories de la croissance en économie ouverte qui sort des ambitions de ce rapport.

Les filiales des groupes étrangers en France sont en moyenne plus productives et plus rentables que les entreprises à capitaux nationaux. Cela provient de leur taille, de leur organisation internationale, et de leur positionnement sectoriel dans des activités à forte valeur ajoutée. Les filiales en France des groupes français comparables ont des performances identiques, avec de meilleures performances en termes de balance commerciale. Il ne faut pourtant pas en déduire que les unités de production et de services passent de la propriété de groupes français à des groupes étrangers également efficaces, et que le résultat économique est nul.

Une étude disponible sur le cas de la pénétration étrangère en Lorraine montre que l'ouverture de cette région aux capitaux étrangers a au total été bénéfique pour l'emploi (section 2). Il est intéressant de suivre la méthode et les résultats de cette étude locale, car ils sont vraisemblablement généralisables, à condition de tenir compte de certaines spécificités de cette économie régionale. L'accroissement de la pénétration étrangère s'y est faite dans un contexte où les capitaux français n'auraient pas été en mesure de se substituer aux initiatives étrangères. Les entreprises françaises présentes ne pouvaient, en effet, pas développer leur activité locale car elles étaient contraintes de rechercher une croissance à l'étranger. Elles ne pouvaient pas non plus se diversifier aisément dans d'autres activités, compte tenu des masses critiques nécessaires dans la compétition internationale. Ces quelques études disponibles faisant état d'un impact positif sur l'emploi demeurent toutefois peu nombreuses et donc peu concluantes. Les cas problématiques concernent cependant des PME rachetées par des capitaux étrangers et qui ont ensuite connu une hémorragie d'emplois.

Il faut rappeler que malheureusement, la mondialisation s'accompagne également de plans sociaux lors des restructurations industrielles.

Dans les années qui viennent, des usines se fermeront et des emplois disparaîtront. Les moyens d'actions paraissent limités. Il serait nécessaire de réfléchir aux moyens d'encadrer ces plans sociaux.

Les effets constatés sur l'emploi n'épuisent pas le rôle économique des investissements étrangers en France. Ainsi, les entreprises à capitaux étrangers ont désormais en France un poids important et, d'une façon générale, ont un rôle positif dans l'économie. Ils contribuent par exemple à l'augmentation du volume du capital, à la diffusion de nouvelles expertises de gestion, à l'ouverture réciproque des marchés des partenaires et à l'apport de technologies. L'impact spécifique sur les entreprises de l'arrivée des investisseurs en portefeuille est cependant plus difficile à apprécier et probablement moindre.

1. Les emplois dans les entreprises à capitaux étrangers sont importants en France comme dans les autres pays de l'OCDE

On peut mettre en parallèle la progression des non-résidents dans le capital des entreprises avec la place croissante des filiales et des groupes étrangers en Europe. En effet, la comparaison de la « pénétration » du capital étranger dans les différentes économies nationales doit non seulement prendre en compte des indicateurs reposant sur des montants de capital entrant ou sortant du pays, c'est-à-dire les investissements directs étrangers en flux ou en stocks, mais aussi l'activité économique sous-jacente que ces capitaux contrôlent dans le pays concerné. Celle-ci fait l'objet des statistiques « Activité des firmes multinationales » dont les données dites FATS¹ (*Foreign Affiliates Trade Statistics*), publiées depuis déjà quelque temps, détaillent les principales variables économiques relatives aux filiales françaises des entreprises étrangères (effectifs, valeur ajoutée, chiffres d'affaires, capital social, exportations et importations de biens et services).

Pour les FATS (encadré 6) dites primaires, les filiales étrangères implantées en France concernées sont des entreprises résidentes dont le capital social est détenu à plus de 50 % par un investisseur étranger. La ventilation géographique s'effectue selon le pays de contrôle immédiat (direct) et la ventilation sectorielle selon le secteur d'activité de la filiale résidente.

Pour l'élaboration des statistiques FATS, dites secondaires ou indirectes, lesquelles prennent en compte les entreprises sous contrôle étranger indirect, la Banque de France a combiné les données de la Direction de la balance des paiements et les données de l'INSEE. Les premières estimations permettent d'évaluer à 15 % la part des emplois des entreprises du secteur privé sous contrôle étranger, ce qui multiplie par 2,2 l'évaluation réalisée à partir des FATS primaires² (tableau 26).

(1) Cf. notamment : Claude Peyroux (2002), « *Activité et poids économiques des filiales étrangères en France : les FATS inward* » et Frédéric Boccara (2002), « *Activité des filiales à l'étranger : les FATS outward* », in actes du colloque « *Les investissements internationaux de la France dans la globalisation – Mesure et enjeux* », Banque de France, à paraître.

(2) Selon la contribution de Frédéric Boccara référencée en fin de chapitre.

Tableau 26
Poids des contrôles étrangers dans le total des effectifs salariés
 (année 1998)

			<i>(en %)</i>
	Tous secteurs		Industrie manufacturière
Japon	1		
États-Unis	5		
Allemagne *	7	<i>Sous-estimation probable</i>	20
Italie ** (1995)	9		
Finlande	12		16
Norvège	-		17
République tchèque **	11		16
Pays-Bas	13		22
Royaume-Uni ***	11	<i>Sous-estimation probable</i>	27
Suède (1996)	13		19
France	15		22
Belgique	18		19
Luxembourg	17		45
Hongrie (1999)	27		47
Pologne	12		19
Irlande	-		48

Source : OCDE + INSEE + Direction de la balance des paiements

* Allemagne : source Bundesbank. La difficulté à retrouver le montant du total (effectif salarié des entreprises, tous secteurs) fait que le chiffre tous secteurs est peut-être sous-estimé de 1 ou 2 points, celui du secteur manufacturier l'est peut-être de 3 à 4 points.

** Italie, Pologne et République tchèque : il n'est pas certain que les sous-filiales soient vraiment prises en compte systématiquement.

*** Royaume-Uni : à l'exclusion du secteur des activités financières (banque, assurance...) et des services collectifs aux personnes. Il semble, en revanche, que le dénominateur inclut tous les secteurs, le chiffre donné ici pourrait être sensiblement sous-estimé. En outre, les entreprises manufacturières de moins de 250 salariés sont exclues.

Encadré 6 : Les statistiques de filiales étrangères (en anglais, FATS)

Les FATS (*Foreign Affiliates Trade Statistics*) sont des statistiques qui visent à mesurer l'activité des filiales de firmes étrangères sur le territoire domestique (*inward*) ainsi que l'activité des filiales de firmes domestiques situées à l'étranger (*outward*).

Principaux indicateurs retenus (pour chaque filiale sous contrôle étranger) :

- le *chiffre d'affaires* réalisé, tant dans le pays d'établissement de la filiale que vers les pays tiers (dont le pays de l'entreprise mère) ;
- le *nombre d'emplois* ;
- la *valeur ajoutée* réalisée sur leur lieu d'implantation ;
- ses *exportations et importations* de biens et services.

Il faut préciser que, pour les FATS *outward*, à la différence des FATS *inward*, la France ne dispose que de la donnée du chiffre d'affaires. Les autres variables pourraient être recensées par la Direction de la balance des paiements, mais il faudrait, pour cela, enrichir considérablement le questionnaire sur le stock d'investissements directs français à l'étranger.

Il convient également d'indiquer que le questionnaire proposé par l'OCDE et Eurostat est beaucoup moins riche pour les FATS *outward* que pour les FATS *inward* sur le plan des répartitions géographiques et sectorielles. La répartition géographique demandée pour les *outward* se cantonne aux pays de la zone OCDE et à quelques pays hors de cette zone, alors qu'elle est extrêmement détaillée pour les *inward*. En concevant ce questionnaire allégé, les institutions internationales, OCDE et Eurostat, ont sans doute anticipé les difficultés qu'elles rencontreraient dans les pays membres pour recenser les *outward*.

La différence entre investissement direct et implantation étrangère ou filiale

Les FATS ne concernent qu'une partie des investissements directs.

En effet, selon la méthodologie retenue par le FMI, une relation d'investissement direct est établie dès lors qu'un investisseur détient au moins 10 % du capital social de l'entreprise investie. Plus précisément, l'investissement direct étranger comprend les participations au capital égales ou supérieures à 10 % du capital de l'entreprise cible, les investissements immobiliers et les prêts à long terme. Le FMI recommande l'ajout, à ces données, des flux des prêts à court terme et des opérations de trésorerie entre filiales ainsi que les bénéfices réinvestis. La France n'a adopté cette recommandation que depuis 1996. Dans le cas particulier où un investisseur non résident détient plus de 50 % du capital de l'entreprise investie, il s'agit d'une implantation étrangère, c'est-à-dire d'une filiale.

Autres précisions

L'élaboration des FATS rend aussi nécessaire l'éclaircissement des points suivants :

- *Seuil de participation.* La détention d'un contrôle majoritaire (plus de 50 %) entraîne automatiquement l'attribution de la totalité du chiffre d'affaires à l'entreprise exerçant le contrôle.
- *Ventilation géographique.* Conformément à la méthodologie des investissements directs, l'origine des investissements étrangers est le pays immédiat de contrôle (*inward*) ou le pays immédiatement contrôlé (*outward*) et non pas le pays bénéficiaire ultime (*ultimate beneficiary owner*). Cette dernière approche est difficile à mettre en place car elle présuppose une connaissance précise de la structure des groupes internationaux.
- *Le secteur d'activité auquel est rattaché la filiale.* Il existe une dissymétrie au niveau de la classification sectorielle des filiales. En effet, les filiales dans les FATS *inward* sont classées selon leur véritable secteur d'activité dans le pays d'implantation, tandis que les filiales dans les FATS *outward* sont classées selon le secteur d'activité de leur maison mère.
- *Les données recensées à partir de la base FIBEN de la Banque de France.* Cette base (fichier bancaire des entreprises), dont les données ont été utilisées dans cette étude, ne retient que les entreprises dont le chiffre d'affaires est supérieur à 5 millions de francs et dont l'effectif est supérieur à 20 personnes, ce qui entraîne un risque de sous-estimation.

Sources statistiques

1. La base de données FIBEN (fichier bancaire des entreprises) pour l'extraction du chiffre d'affaires, du nombre d'employés et de la valeur ajoutée des entreprises investies par l'étranger.
2. La base des règlements de la Direction de la balance des paiements (DBDP) pour les exportations et importations de biens et services.
3. Les enquêtes de stocks d'investissements directs élaborées par le Service des investissements et des placements extérieurs (SIPEX) de la DBDP.
4. Le secrétariat général de la Commission bancaire (base de données BAFI) pour les données concernant l'ensemble des établissements de crédit implantés en France.
5. Des sources externes (INSEE, Commission de contrôle des assurances, presse économique) pour compléter les données manquantes.

Source : Belli S. et Peyroux Cl. in « *Économie et Statistique* », n° 326-327, 1999

- Un enjeu majeur : l'impact des investissements étrangers... -

Symétriquement, de nombreux emplois à l'étranger dépendent des groupes français du CAC 40. Le contrôle de ces emplois résulte beaucoup plus souvent de rachats d'entreprises que de créations.

Les effectifs de la majorité des groupes français du CAC 40 au niveau mondial ont fortement progressé durant ces quatre dernières années ¹ (tableau 27). Cette progression est due pour une part importante à la croissance externe de certains d'entre eux (Alstom, Aventis, Carrefour, Pinault-Printemps-Redoute, Vivendi) et témoigne donc de l'élargissement du champ mondial considéré. La récente dépréciation boursière devrait remettre en cause certains de ces investissements en 2001-2002.

Par contre, les effectifs de ces mêmes groupes en France sont quasiment stables.

La progression globale des effectifs des groupes français du CAC 40 est en moyenne de 5 % alors qu'elle est de 43 % pour le monde entier (figure 10).

Tableau 27
Emplois dans les entreprises françaises du CAC 40
dans le monde et en France

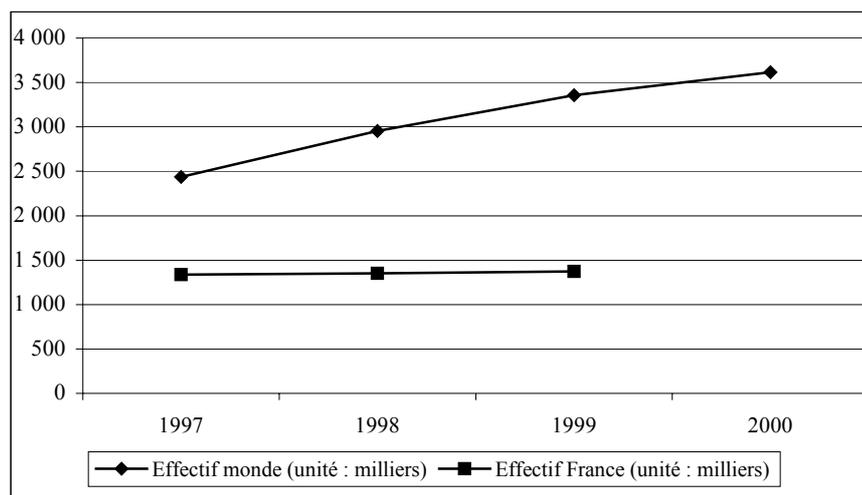
(en milliers)

	1997	1998	1999	2000
Effectif consolidé Monde	2 438	2 954	3 356	3 614
Effectif France	1 337	1 350	1 373	

Source : SUSE

(1) D'après un document de travail provisoire de l'INSEE de Lise Dervieux référencé en fin de chapitre.

Figure 10
Évolutions des effectifs mondiaux et des effectifs France
des groupes non financiers du CAC 40



Source : comptes consolidés, SUSE

Dans le cadre de recentrage sur leur métier et de croissance externe, les entreprises françaises vont chercher des actifs à l'étranger qu'elles ne trouvent pas en France, ce qui explique les évolutions des emplois dans le monde et en France.

2. L'impact de l'investissement étranger sur l'emploi

Au-delà de l'augmentation des emplois sous contrôle étranger qui résulte directement de l'accroissement de périmètre des groupes, il est important d'analyser l'impact réel de ces investissements sur la création et la suppression d'emplois. Les études montrent généralement une relation positive entre investissements directs étrangers et la croissance de l'emploi dans le pays hôte, de même qu'avec diverses autres variables de croissance, comme la productivité ou l'innovation¹. Les données nouvelles présentées ici confortent et éclairent ces effets des investissements internationaux.

(1) Voir les études du SESSI et de l'OCDE in « Industrie française et mondialisation » (SESSI, 1998).

- Un enjeu majeur : l'impact des investissements étrangers... -

Tout d'abord, le recensement direct des décisions de créations d'emplois par les investisseurs étrangers montre l'importance des créations d'emplois sur des sites nouveaux. Ensuite, une étude du cas lorrain démonte le mécanisme par lequel l'investissement étranger contribue en moyenne favorablement à l'emploi.

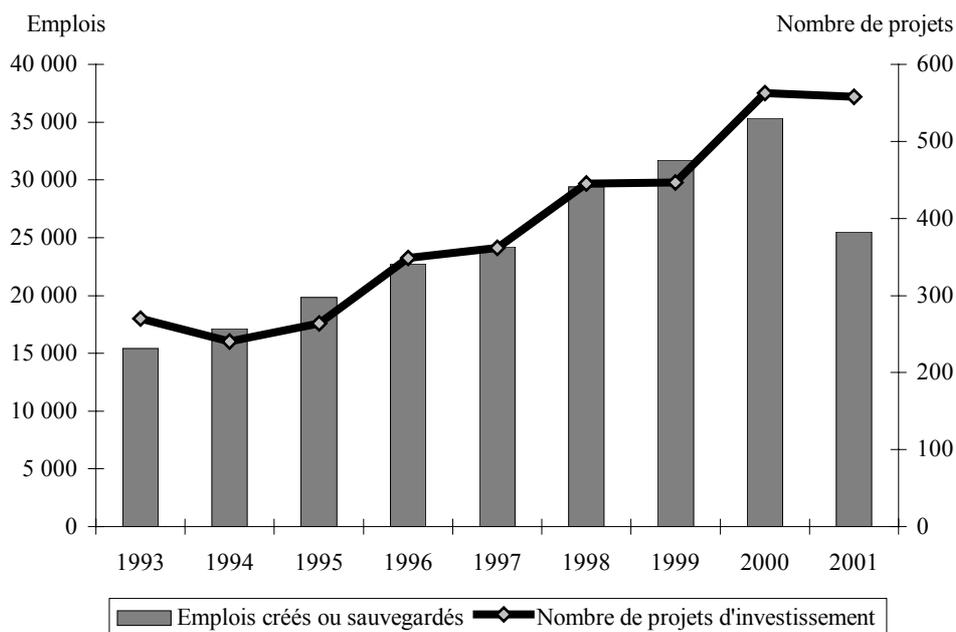
2.1. Des emplois nombreux créés ou maintenus dans des sites nouveaux ou des extensions de sites

L'AFII poursuit, tout en la perfectionnant, la tradition de la DATAR et de l'Association Invest in France Network qui ont recensé depuis bientôt dix ans les créations d'emplois annoncées par les investisseurs étrangers en France. Seuls les investissements directement créateurs d'emplois sont pris en compte par l'AFII, à l'exclusion des simples rachats d'entreprises ou des opérations purement financières. De plus, seuls sont comptés les emplois directement créés, alors que chacun d'eux entraîne localement la création d'emplois indirects par les effets de revenus ou par l'achat de produits et services.

En 2001, ce sont 25 480 emplois que les investisseurs internationaux se sont engagés à créer entre 2001 et 2003, dont 47 % d'emplois entièrement nouveaux, 41 % dans les extensions de site et une petite proportion d'acquisition de PMI en difficulté. Les emplois annoncés entre 1993 et 2000 ont été d'année en année plus nombreux, avant de connaître une brutale rétraction en 2001. À ce rythme, ce sont tout de même plus de 221 000 emplois directs qui ont été créés ou sauvegardés en France par les investisseurs internationaux entre 1993 et 2001.

Les travaux récents de l'AFII ont montré que les emplois annoncés ne restent pas seulement à l'état de projet, mais sont effectivement créés. Certains projets, notamment parmi les plus grands, connaissent des échecs, mais d'autres, notamment parmi les plus petites annonces, connaissent un développement imprévu qui compense les échecs. Au total, les emplois annoncés en 1995 ont été réalisés à plus de 98 % en 2000 (figure 11). Les raisons du succès ou de l'échec se trouvent principalement dans la qualité des anticipations des investisseurs de 1995 en matière de développement du marché français, des évolutions technologiques ou des initiatives de la concurrence. Une nuance : on peut s'attendre à ce que les annonces de 1997, par exemple, soient moins bien réalisées en 2001-2002, compte tenu de la conjoncture.

Figure 11
L'impact de l'investissement étranger sur l'emploi en France



D'autre part, l'établissement d'une nomenclature compatible avec la nomenclature utilisée notamment par le SESSI a permis de montrer que la chute de 2001 s'explique entièrement par une forme d'éclatement de la bulle technologique (figure 12). Dans les secteurs de la « nouvelle économie » (télécommunications, Internet, composants électroniques, logiciels de réseau...), les investissements étrangers en France augmentaient d'environ 15 % l'an leur stock productif en France. En 2001, ces investissements ont totalement disparu, tandis que les annonces de création d'emploi dans les autres secteurs se maintenaient au niveau de l'année 2000.

- Un enjeu majeur : l'impact des investissements étrangers... -

Figure 12
Évolution des engagements de création d'emplois dans les NTIC

Emplois	2000	2001	Évolution
➔ NTIC	12 655	3 799	- 8 856
➔ Autres secteurs	21 979	21 581	- 398
➔ Total	35 359	25 480	- 9 879

Les sites de production manufacturière dominent plus que jamais en nombre d'emplois créés dans les investissements internationalement mobiles. En y ajoutant la réalisation de logiciels, ils atteignent 58 % de l'emploi total créé. Cependant, les sociétés de logiciels, de même que celles de prestations informatiques, qui avaient créé beaucoup d'emplois liés aux réseaux et à l'Internet dans les années précédentes, diminuent leurs créations d'emplois de 64 %. Elles se sont contentées en 2001 de créer des petits bureaux de distribution, en attendant la reprise. Les centres d'appels et fournisseurs de services en ligne diminuent de moitié leurs prévisions de créations d'emplois. Ils demeurent malgré cela une des premières activités créatrices d'emplois, avec 2 716 emplois à créer entre 2001 et 2003 (tableau 28).

Tableau 28

Nature des sites d'investissement	Projets	Emplois
Fabrication/Réalisation	285	14 793
Centre d'appels et service en ligne	15	2 716
Distribution-Logistique	55	2 684
Centre de recherches	41	1 863
Bureau commercial ou de liaison	90	1 538
Autres services	55	1 506
QG et service administratif	17	380
Total	558	25 480

Source : AFII

Année 2001

Les pays européens se livrent à une concurrence forte pour attirer les investissements internationaux. Ils ont tous créé des agences chargées de les orienter sur leur territoire. Dans la période récente, les PECO ont le vent en poupe, surtout les pays qui ont vocation à entrer rapidement dans l'Union européenne. La concurrence des pays d'Europe centrale et orientale est encore peu perceptible dans les statistiques des balances de paiements : les montants drainés par ces pays se sont développés au même rythme qu'en France et dans l'Europe occidentale entre 1995 et 2001. Mais ces données reflètent avant tout des politiques de participation aux privatisations, et les montants sont d'autant plus faibles que les sites achetés se révèlent peu compétitifs. En termes de projets créateurs d'emplois, la concurrence est à la fois plus forte et plus visible : les PECO reçoivent la plus grande part des projets allemands, et une part importante des projets d'autres pays européens. Les investisseurs japonais accordent désormais une attention aussi soutenue à un pays comme la République tchèque qu'au Royaume-Uni. Seuls les investisseurs américains continuent à investir préférentiellement en Europe de l'Ouest plutôt qu'à l'Est. Leurs investissements dans des sites à faible coût de main-d'œuvre s'orientent plutôt vers l'Amérique latine et l'Asie. Si le processus de rattrapage de ces pays est souhaitable à plusieurs points de vue, la concurrence qu'il entraîne conduit à spécialiser encore plus les investissements en France dans ses domaines d'excellence, de technologie et de qualité (tableau 29).

Tableau 29
Les projets d'investissements européens en Europe de juillet 2001 à juin 2002

Nombre de projets	Pays hôtes								
	Allemagne	Royaume-Uni	Italie	Autres pays d'Europe occidentale (hors France)	Hongrie	Pologne	République tchèque	Autres pays de l'Europe centrale et orientale	Total Europe (hors France)
<i>Pays investisseurs</i>									
Allemagne		16,0	6,5	55,0	25,0	14,5	38,0	23,5	178,5
Royaume-Uni	11,0			39,5	6,0	2,0	9,5	7,0	75,0
Belgique	2,0	2,5	1,0	10,5	1,0	1,5	9,0	4,0	31,5
Italie	4,5	1,5		15,5	2,5	6,0	3,5	15,5	49,0
Pays-Bas	4,5	4,0	3,0	16,0	4,0	4,0	7,5	6,0	49,0
Suisse	4,5	3,0		8,5	5,0	1,0	3,0	3,0	28,0
États-Unis	78,5	184,5	12,0	218,5	22,0	13,5	27,5	24,0	580,5
Japon	9,5	22,5	4,5	45,5	14,0	4,0	25,0	5,5	130,5

Source : AFII

2.2. Le cas lorrain : un impact contrasté mais globalement positif de l'investissement étranger sur l'emploi régional

La Direction régionale de l'INSEE en Lorraine a réalisé une étude sur la progression de l'implantation étrangère dans l'industrie régionale et ses conséquences sur l'emploi. Cette étude a l'originalité de séparer les effets des simples transferts de périmètre des effets réels sur l'emploi, et de dégager le solde des créations et des suppressions d'emplois. C'est la seule étude française de ce type, d'où son importance. On peut en tirer des enseignements au niveau national, à condition de conserver en tête certaines spécificités de la Lorraine. Ces conclusions seraient les suivantes :

- En Lorraine, le nombre des salariés des entreprises industrielles à capitaux étrangers est passé de 33 000 à 50 000 entre 1980 et 1997. Tandis qu'ils ne représentaient que 15 % des emplois en 1980, leur poids est monté à plus de 36 % en fin de période. La progression de l'implantation étrangère s'est faite à parts presque égales par des rachats d'entreprises (en difficulté ou non) et par des créations d'activité. Mais les créations d'activité ont été contrebalancées, et au-delà, par les cessations d'activité et les délocalisations ou suppressions d'emplois. De ce fait, la progression de l'implantation étrangère en Lorraine équivaut arithmétiquement au simple transfert des emplois d'un contrôle domestique à un contrôle étranger. Les changements de propriété ont-ils cependant un effet économique réel ?
- Le solde des créations et des suppressions d'emplois dans les entreprises à capitaux étrangers peut être négatif dans un contexte peu porteur. En Lorraine, comme dans tout l'Hexagone, les services prennent le relais de l'industrie pour assurer l'emploi. La chute de l'emploi industriel y est particulièrement rapide, et au global l'emploi offert sur le marché du travail régional n'augmente pratiquement pas entre 1980 et 1997. Le solde sur 17 ans (1980-1997) des créations et des suppressions d'emplois dans les entreprises à capitaux étrangers, est de - 2 500 emplois industriels. Mais ce chiffre, en lui-même, ne suffit encore pas à mesurer l'impact de l'ouverture aux capitaux étrangers.
- Pour estimer l'impact des investissements étrangers, il faut prendre le risque de définir ce qu'aurait été la situation sans ces capitaux étrangers. Moyennant l'hypothèse que l'aide à la sidérurgie et la stimulation endogène étaient déjà au comble, on aboutit à un effet positif des investissements internationaux de + 9 000 emplois directs (à comparer aux 140 000 emplois qui subsistent dans l'industrie lorraine).

- Un enjeu majeur : l'impact des investissements étrangers... -

- Les reprises d'entreprises saines conduisent à des pertes importantes d'emplois directs après restructurations. Il est donc inutile d'aider ces opérations. C'est principalement grâce aux créations d'activité que l'effet sur l'emploi est bénéfique (les extensions ne sont pas étudiées séparément). Pour autant, il n'est pas possible d'affirmer que les 5 000 emplois perdus après les reprises par des capitaux étrangers n'auraient pas été perdus après une éventuelle reprise par un groupe ou des capitaux français. Dans certains cas, une entreprise saine, à la recherche de financements pour assurer son développement par exemple, n'a trouvé que des capitaux étrangers prêts à s'engager.
- Les investissements internationaux ont surtout servi à renouveler le tissu industriel régional. En dehors de ce rôle essentiel, les entreprises à capitaux étrangers ont peu de caractéristiques propres, en termes de productivité ou de taux de valeur ajoutée. Simplement, elles investissent pour consolider leur implantation et importent/exportent plus.

En définitive, l'investissement direct étranger ne se résume pas en un simple échange des périmètres d'activités entre groupes multinationaux. L'implantation étrangère en Lorraine s'enrichit au départ des 12 000 emplois créés dans des sites vierges, à comparer aux 16 500 emplois qui subsistent dans les entreprises reprises, après restructuration. Il est vrai que les emplois créés initialement par les investissements étrangers dans les sites lorrains nouveaux ont été moins nombreux que les emplois perdus ensuite dans les cessations d'activités ou dans le solde des suppressions-extensions d'emplois. Mais la logique et les circonstances des suppressions d'emplois ne sont pas les mêmes que celles des créations d'emplois. Ensuite, le rythme des suppressions (hors reprises) est beaucoup plus faible que dans les entreprises domestiques, ce qui a donné un répit à la région, le temps que les services prennent le relais de l'emploi industriel. Enfin, l'impact net des investissements étrangers, évalué ici à + 9 000 emplois sauvés, serait probablement plus fort dans des circonstances plus porteuses dans l'industrie lorraine entre 1980 et 1997, et pourrait se traduire par un solde positif d'emplois (tableau 30).

Tableau 30
L'impact des firmes étrangères sur l'emploi industriel lorrain

Type d'entreprise	Emploi en 1980	Emploi en 1997	Évolution 1980-1997	Passages d'un contrôle à l'autre	Évolution hors changement de contrôle	Taux de croissance (à contrôle stable) *	Évolution simulée au taux « français »
À capitaux étrangers	33 000	50 000	17 000	19 500	- 2 500	- 6,0 %	- 11 500
À capitaux français	190 000	90 000	- 100 000	- 19 500	- 80 500	- 57,5 %	- 80 500
Toutes entreprises	223 000	140 000	- 83 000	0	- 83 000	- 45,7 %	- 92 000
<i>Taux de pénétration étrangère</i>	<i>15,0 %</i>	<i>36,0 %</i>	-	-	-	<i>Impact calculé</i>	<i>9 000</i>

(*) Taux calculé sur la moyenne de l'emploi 1980-1997

Champ : entreprises de 20 personnes et plus

Repris de : « Prise de contrôle étrangère : quel impact ? », article de Catherine Jafra et Laurent Zins, in *Économie Lorraine*, n° 191, novembre 1999

Sources des données : INSEE

Enquêtes *Liaisons financières* et *Annuelles d'entreprises régionalisées*, APEILOR – SESSI

Calculs : AFII

- Un enjeu majeur : l'impact des investissements étrangers... -

2.3. Les restructurations industrielles

Malheureusement, la mondialisation s'accompagne également des annonces de plans sociaux essentiellement dans l'industrie.

En 2002-2003, plusieurs dossiers comme celui de Metaleurop (Pas-de-Calais), Daewoo (Lorraine), ACT (Angers) défraient la chronique. Ces usines se ferment et des emplois sont menacés et des cas analogues se produiront dans les années à venir.

Ces événements correspondent à des redistributions de cartes au sein des groupes industriels, à des modifications de marchés, à des innovations technologiques, à des décisions stratégiques venant des lointains patrons de grands groupes internationaux.

C'est aussi le résultat d'un mouvement de fond. L'industrie française vit une inexorable baisse des effectifs. Entre 1976 et 2002, selon l'UNEDIC, le nombre de salariés travaillant dans l'industrie est tombé de 5,6 millions à moins de 3,9 millions. À titre de comparaison, l'emploi dans les services est passé de 800 000 à 2,6 millions de salariés. L'industrie représentait 24,5 % de l'emploi salarié en 1980, cette part n'est plus que de 16,6 % fin 2001.

Les moyens d'actions des pouvoirs publics paraissent limités. Il est plus que nécessaire de réfléchir aux moyens d'encadrer ces plans sociaux par le reclassement des salariés licenciés et par la réindustrialisation des bassins d'emplois les plus touchés. Il faudra également que ces restructurations se fassent dans des règles qui veillent aux respects du droit fiscal, du droit social et du droit du travail.

- Chapitre 3 -

Contributions ¹ :

BOCCARA Frédéric (Banque de France-INSEE) : « Comparaison internationale du poids des entreprises sous contrôle étranger dans les pays de l'OCDE » (séance du 7 mai 2002).

MATHIEU Edouard (AFII) : « L'impact contrasté mais globalement positif de l'investissement étranger sur l'emploi à partir des travaux de l'INSEE lorraine » (séance du 6 mars 2002).

Références :

DERVIEUX (L.), *L'internationalisation des groupes non financiers du CAC 40*, document provisoire, Direction des statistiques d'entreprises, INSEE, E2002/0.

MATHIEU (E.), *Forte chute dans les NTIC, stabilité ailleurs*, dossier de presse AFII, juin 2002.

(1) Ces contributions sont disponibles auprès de Patricia Germain (pgermain@plan.gouv.fr).

Chapitre 4

L'européanisation dans la mondialisation

Les entreprises européennes ont participé pleinement au mouvement d'ouverture aux capitaux internationaux. L'intégration économique régionale a joué, dès la fin 1980, un rôle moteur dans le mouvement de fusions-acquisitions. Les opérations transfrontières représentent un montant de plus en plus élevé des opérations de fusions et acquisitions récentes. Les opérations intra-européennes comme les opérations américaines ont fortement augmenté au cours des années 1990 (section 1).

Une étude approfondie des opérations de fusions-acquisitions européennes durant la période 1990-2001,¹ couvrant à la fois les opérations d'acquisitions initiées par des entreprises européennes et les opérations dont les entreprises européennes ont été les cibles, met en lumière une double tendance à l'européanisation et à la mondialisation des entreprises européennes. La consolidation de l'appareil productif tend d'abord à s'opérer dans un cadre européen. Mais les entreprises, en particulier de grande taille, franchissent de plus en plus les frontières de l'Europe, en réalisant notamment des opérations outre-Atlantique, et construisent ainsi des groupes de dimension mondiale. Cette étude montre aussi que la constitution de groupes européens a plutôt été guidée par des stratégies de recentrage sur un métier de base, qui conduit à racheter des entreprises du même secteur ou de secteurs proches, que par des stratégies de diversification des activités (section 2).

(1) A.-F. Delannay et P.-G. Méon : « Restructuration des entreprises en Europe », étude réalisée par le Laboratoire de recherche en gestion et économie (LARGE), université Robert Schuman – Strasbourg-III pour le Commissariat général du Plan, 2002.

1. L'Europe a une part importante dans les fusions-acquisitions

Au cours de la dernière décennie, les entreprises de l'Union européenne ont réalisé des acquisitions concentrées sur des montants élevés (plus de 50 millions d'euros) et réciproquement, durant cette même période, les entreprises européennes ont été cibles d'opérations de taille importante (94,9 % des opérations sont d'un montant supérieur à 50 millions d'euros).

Le tableau 31 présente la répartition par taille des opérations de fusions et acquisitions impliquant des acquéreurs ou des cibles d'origine européenne. Cette analyse des opérations ayant impliqué des entreprises européennes au cours de la période 1990-2001 a été réalisée à partir des informations de la base Thomson Financial Securities Data Company (SDC Mergers and Acquisitions). Les petites opérations présentant des caractéristiques distinctes des grandes opérations, les opérations de moins de dix millions d'euros ont été distinguées des opérations d'un montant supérieur à ce seuil.

Tableau 31

La taille des opérations de fusions-acquisitions en Europe

Répartition selon leur taille des opérations des acquéreurs européens dans le monde et des opérations dont les cibles sont des entreprises européennes

	Acquéreurs européens	Cibles européennes
- 10 millions d'euros	1,1 %	1,2 %
10 – 50 millions d'euros	3,6 %	3,9 %
+ 50 millions d'euros	95,3 %	94,9 %

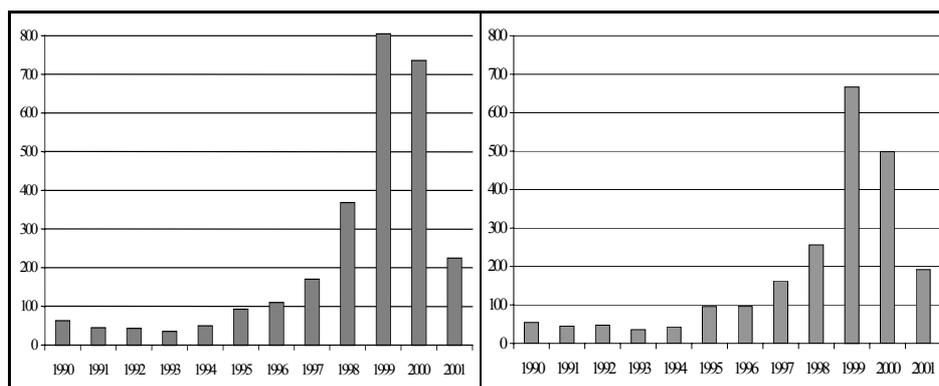
Source : Thomson Financial Products

De même, 1997 semble marquer une accélération dans le mouvement des fusions et acquisitions au cours de la dernière décennie (figures 13.a et 13.b). Les années 1999 et 2000 représentent à elles seules plus de la moitié des opérations et cela s'explique aisément par la bulle financière.

On constate encore que les montants mis en jeu par les acquisitions d'entreprises européennes sont légèrement inférieurs à ceux mobilisés par les acquéreurs européens.

Figure 13.a
Montant des opérations réalisées
par année par les acquéreurs européens
(en milliards d'euros)

Figure 13.b
Montant des opérations réalisées
par année sur les cibles européennes
(en milliards d'euros)



Source : Thomson Financial Products

Pascal Quiry (BNP-Paribas), lors de son intervention, a précisé le poids des différents pays dans les prises de participations transfrontières (tableau 32). On verra plus loin ce qu'il en est des opérations intra-européennes.

Tableau 32
Poids des pays dans les prises de participations transfrontières

(en %)

	France	Royaume-Uni	Allemagne	États-Unis/Canada	Reste du monde
Transactions 1990-2001 (en valeur) : 4 931 G USD	12	21	9	21	37
Transactions 2001 (en valeur) : 614 G USD	13	15	12	19	41
Transactions 1990-2001 (en nombre) : 15 246 opérations	7	15	4	28	46
Transactions 2001 (en nombre) : 1 580 opérations	11	17	5	26	41

Source : Thomson Financial Products

(en montant et en nombre)

- Chapitre 4 -

On voit que trois pays de l'Union européenne réalisent déjà 41 % des IDE sortants et que l'Union européenne reste le premier investisseur mondial sur la période 1990-2000.

Sur les trois dernières années, on observe la part croissante des flux intra-européens dans les flux entrants et sortants de l'Union européenne. Ces flux intra-européens ont représenté 82 % des flux entrants et 65 % des flux sortants de l'Union européenne.

Les États-Unis restent le partenaire privilégié de l'Union européenne pour l'an 2000 en accueillant 23 % des investissements directs européens contre 17 % d'investissements américains en Europe. L'Union européenne reste le pays d'accueil et le premier investissement mondial si l'on compare les stocks d'IDE dans les principaux pays (tableau 33).

Tableau 33
Stocks d'IDE entre les principaux pays développés et le reste du monde
de 1998 à 2000
(en milliards d'euros)

	IDE entrants			IDE sortants			Solde		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000	1998	1999	2000
États-Unis	667	961	1331	858	1126	1338	- 191	- 165	- 7
Canada	123	169	209	142	185	216	- 19	- 16	- 7
Japon	23	46	54	235	248	299	- 212	- 242	- 245
Pays européens									
<i>Allemagne</i>	<i>214</i>	<i>273</i>	<i>454</i>	<i>315</i>	<i>409</i>	<i>457</i>	<i>- 101</i>	<i>- 136</i>	<i>- 3</i>
<i>France</i>	<i>206</i>	<i>235</i>	<i>283</i>	<i>233</i>	<i>324</i>	<i>512</i>	<i>- 27</i>	<i>- 89</i>	<i>- 229</i>
<i>Royaume-Uni</i>	<i>303</i>	<i>415</i>	<i>490</i>	<i>425</i>	<i>698</i>	<i>978</i>	<i>- 112</i>	<i>- 283</i>	<i>- 484</i>
<i>Italie</i>	<i>90</i>	<i>108</i>	<i>121</i>	<i>141</i>	<i>171</i>	<i>179</i>	<i>- 51</i>	<i>- 63</i>	<i>- 58</i>
<i>Espagne</i>	<i>100</i>	<i>115</i>	<i>154</i>	<i>60</i>	<i>112</i>	<i>179</i>	<i>40</i>	<i>3</i>	<i>- 25</i>
<i>Pays-Bas</i>	<i>138</i>	<i>184</i>	<i>253</i>	<i>190</i>	<i>257</i>	<i>324</i>	<i>- 52</i>	<i>- 73</i>	<i>- 71</i>
<i>UEBL</i>	<i>163</i>	<i>185</i>	<i>205</i>	<i>108</i>	<i>139</i>	<i>174</i>	<i>55</i>	<i>46</i>	<i>31</i>
TOTAL UE *	1 214	1 515	1 960	1 472	2 110	2 803	- 248	- 595	- 839

(*) Union européenne

Source : Données des balances des paiements nationales. Comme pour les flux, la ventilation géographique des stocks s'effectue en fonction de la première contrepartie identifiée, c'est-à-dire du premier niveau de contrôle. Ainsi, un investissement direct en France réalisé par la filiale néerlandaise d'une société américaine est considéré comme un investissement direct des Pays-Bas en France

D'une manière générale, le renforcement de l'intégration économique régionale a joué un rôle moteur dans le mouvement des fusions-acquisitions. Comme le montre le tableau 34, les opérations intra-Amérique du Nord ont augmenté en valeur de 131,81 % entre 1997-1999 alors que celles intra-européennes connaissent une progression spectaculaire de 246,93 %. Les opérations américaines reflètent l'effet taille tandis que les opérations intra-européennes s'expliquent par la réduction de la distance entre pays européens.

Tableau 34
Opérations de fusions et acquisitions intra et inter continentales
de 1997 à 1999

	1997		1998		1999	
	Valeur	%	Valeur	%	Valeur	%
Intra Amérique du Nord	242	55	746	65	561	40
Intra Europe	147	34	222	19	510	36
Amérique du Nord vers Europe	25	6	46	4	62	4
Europe vers Amérique du Nord	12	3	121	10	254	18
Autres	12	3	19	2	31	2
TOTAL	438	100	1 154	100	1 418	100

Source : étude « Les fusions et acquisitions en France et dans le monde 1997-1999 » réalisée par LEREPS de l'université des sciences sociales de Toulouse et l'Institut agronomique méditerranéen de Montpellier.

2. La consolidation de l'appareil productif s'effectue de plus en plus au niveau européen

Cette section retrace les résultats d'une étude sur les opérations de fusions-acquisitions européennes durant la période 1990-2001 réalisée à partir de la base de données « Mergers & Acquisitions » de *Thomson Financial Products* (encadré 7). L'étude, centrée sur les opérations européennes, couvre à la fois les opérations d'acquisitions initiées par des entreprises européennes, et les opérations dont les entreprises européennes ont été les cibles au cours de cette période. L'analyse montre que, si la consolidation de l'appareil productif tend d'abord à s'opérer dans un cadre européen, les entreprises européennes, et plus particulièrement les grandes entreprises, ont réalisé ces dernières années

- Chapitre 4 -

beaucoup d'opérations outre-Atlantique, afin de construire des groupes de dimension mondiale.

L'étude évalue également la logique industrielle des opérations de restructuration. Elle montre que la constitution de groupes européens a plutôt été guidée par des stratégies de recentrage sur un métier de base, qui conduit à racheter des entreprises de leur secteur ou de secteurs proches, que par des stratégies de diversification des activités.

Encadré 7 : Le champ de l'étude

Les données utilisées proviennent de la base « SDC Platinum » de *Thomson Financial Products*.

La base de données construite à partir de cette source comprend toutes les opérations de fusions et acquisitions réalisées entre le 1^{er} janvier 1990 et le 31 décembre 2001. Ces opérations ont toutes engendré un changement de contrôle des sociétés. Sont ainsi exclues les opérations où l'acquisition concerne moins de dix pour cent des actions de l'entreprise cible, sauf si cette opération induit un changement significatif du contrôle (passage de la majorité des actions ou des minorités de blocage), ainsi que les cessions d'actifs. Toutes les opérations considérées dans l'étude ont été conduites à leur terme.

Cette étude se focalise sur les entreprises européennes : n'ont donc été retenues que les opérations qui ont impliqué une entreprise européenne, soit en tant que cible, soit en tant qu'acquéreur. L'analyse porte finalement sur 17 415 opérations de toute taille initiées par des acquéreurs européens et 15 923 opérations de toute taille touchant des cibles européennes sur la période. Environ la moitié de ces opérations ont un montant supérieur à 10 millions d'euros. Elles représentent plus de 95 % des montants totaux.

Le tableau 35 recense les plus importantes opérations réalisées au cours de la période étudiée.

Tableau 35
Opérations de plus de vingt milliards d'euros sur la période 1990–2001

Date	Acquéreur	Nationalité de l'acquéreur	Cible	Nationalité de la cible	Montant de la transaction
14/11/1999	Vodafone AirTouch PLC	Royaume-Uni	Manesmann	Allemagne	204,79
17/01/2000	Glaxo Wellcome PLC	Royaume-Uni	SmithKline Beecham	Royaume-Uni	74,90
18/01/1999	Vodafone Group PLC	Royaume-Uni	AirTouch Communications Inc	États-Unis	51,65
05/07/1999	Total Fina SA	France	Elf Aquitaine	France	48,33
11/08/1998	British Petroleum Co PLC	Royaume-Uni	Amoco Corp	États-Unis	43,53
20/06/2000	Vivendi SA	France	Seagram co Ltd	Canada	42,23
29/11/1999	Royal Bank of Scotland PLC	Royaume-Uni	National Westminster Bank PLC	Royaume-Uni	39,46
07/05/1998	Daimler-Benz AG	Allemagne	Chrysler Corp	États-Unis	36,28
20/02/1999	Ing C Olivetti & Co SpA	Italie	Telecom Italia SpA	Italie	31,52
24/07/2000	Deutsche Telekom AG	Allemagne	VoiceStream Wireless Corp	États-Unis	30,78
21/10/1999	Manesmann AG	Allemagne	Orange PLC	Royaume-Uni	30,24
09/12/1998	Zeneca Group PLC	Royaume-Uni	Astra AB	Suède	29,44
02/05/2000	Unilever PLC	Royaume-Uni	Bestfoods	États-Unis	27,59
01/04/1999	BP Amoco PLC	Royaume-Uni	Atlantic Richfield Co (ARCO)	États-Unis	25,34
07/03/1996	Sandoz AG	Suisse	Ciba-Geigy AG	Suisse	23,96
01/04/2001	Allianz AG	Allemagne	Dresdner Bank AG	Allemagne	22,48
08/12/1997	Union Bank of Switzerland	Suisse	Schweizerischer Bankverein	Suisse	20,69
17/05/1999	Rhone-Poulenc SA	France	Hoechst AG	Allemagne	20,55

Source : Thomson Financial Products

Tout d'abord, l'analyse de la répartition des opérations de fusions-acquisitions (tableau 36) montre que si les cibles européennes ont été acquises en majorité par d'autres entreprises du même pays, les opérations domestiques ne représentent en moyenne que 45,8 % des montants des opérations des acquéreurs européens. Seules les acquisitions d'un montant inférieur à 10 millions d'euros restent en majorité domestiques

Tableau 36
Répartition des opérations de fusions-acquisitions
selon leur caractère domestique ou transfrontalier

(en %)

		Opérations dont les acquéreurs sont des entreprises européennes			Opérations dont les cibles sont des entreprises européennes		
		Petites opérations (- 10 M€)	Grosses opérations (+ 10 M€)	Toutes opérations	Petites opérations (- 10 M€)	Grosses opérations (+ 10 M€)	Toutes opérations
En nombre	Opérations domestiques	68,0	55,0	62,3	74,5	60,8	68,1
	Opérations transfrontières	32,0	45,0	37,7	25,6	39,2	31,9
En montant	Opérations domestiques	64,7	45,6	45,8	70,9	57,1	57,2
	Opérations transfrontières	35,3	54,4	54,2	29,1	42,9	42,8

Source : Thomson Financial Products

Période : 1990-2001

Cette tendance au développement des rachats transfrontaliers s'est accentuée au cours de la période étudiée (tableau 37). De majoritaires au début des années 1990, les opérations domestiques des acquéreurs européens deviennent minoritaires à la fin de la dernière décennie. Cette progression est d'autant plus nette que la taille des opérations est grande, alors même que la tendance est à l'augmentation de la taille moyenne des opérations. L'accroissement du nombre d'opérations confirme ces tendances, et montre que l'évolution constatée n'est pas influencée seulement par les opérations de gros montant qui ont caractérisé la période 1997-2001.

Tableau 37
Évolution de la répartition des opérations de fusions-acquisitions
selon leur caractère domestique ou transfrontalier

(en %)

			Opérations dont les acquéreurs sont des entreprises européennes			Opérations dont les cibles sont des entreprises européennes		
			Petites opérations (- 10 M€)	Grosses opérations (+ 10 M€)	Toutes opérations	Petites opérations (- 10 M€)	Grosses opérations (+ 10 M€)	Toutes opérations
En nombre	Opérations domestiques	90 – 96	70,5	59,4	65,8	74,2	61,3	68,6
		97 – 01	66,6	51,2	58,7	74,7	60,4	67,6
En nombre	Opérations transfrontières	90 – 96	29,5	40,6	34,2	25,8	38,7	31,4
		97 – 01	33,4	48,8	41,3	25,3	39,6	32,4
En montant	Opérations domestiques	90 – 96	66,6	61,7	61,8	70,5	64,3	64,4
		97 – 01	62,7	41,2	41,3	71,4	54,5	54,6
En montant	Opérations transfrontières	90 – 96	33,4	38,3	38,2	29,5	35,7	35,6
		97 – 01	37,3	58,8	58,7	28,6	45,5	45,4

Source : Thomson Financial Products

Une analyse détaillée des opérations des acquéreurs européens montre une relative opposition entre l'Europe du Sud – à l'exception de l'Espagne – où les opérations domestiques restent dominantes, et les petits pays d'Europe du Nord – où elles sont minoritaires (figure 14.a). En ce qui concerne les opérations dont les entreprises européennes sont les cibles (figure 14.b), dans huit pays sur quinze, la part des opérations domestiques est majoritaire sur l'ensemble de la période. Dans les pays de l'Europe du Sud et dans de grands pays comme la France et le Royaume-Uni, les sociétés cibles sont en majorité acquises par des entreprises domestiques. Dans d'autres pays, au rang desquels l'Allemagne et les petits pays d'Europe du Nord, les opérations sont en majorité transfrontalières.

Figure 14.a
Part des opérations domestiques
et transfrontières
des acquéreurs européens
 (en montant des opérations)

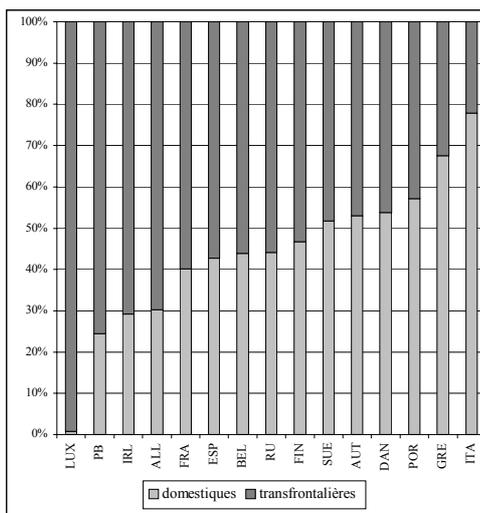
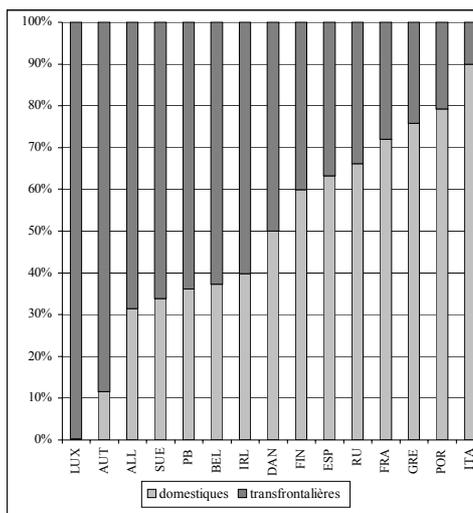


Figure 14.b
Part des opérations domestiques
et transfrontières
des cibles européennes
 (en montant des opérations)



Source : Thomson Financial Products

Ces résultats tendent à montrer que la consolidation de l'appareil productif a trouvé ses limites au niveau national. L'analyse des opérations dont les entreprises européennes sont les cibles montre que cette consolidation tend de plus en plus à s'opérer au niveau européen (figure 15.a et 15.b ci-après). Avec 72,2 % des montants engagés, les acquéreurs des cibles européennes proviennent en grande majorité de l'Union européenne elle-même. Même si leur nombre est légèrement supérieur, les acquisitions américaines d'entreprises européennes sont bien moins importantes que les acquisitions européennes d'entreprises américaines : l'Amérique du Nord ne représente que 15,5 % des montants de ces opérations.

Figure 15.a
Répartition des opérations transfrontières dont les cibles sont européennes (en montant des opérations)

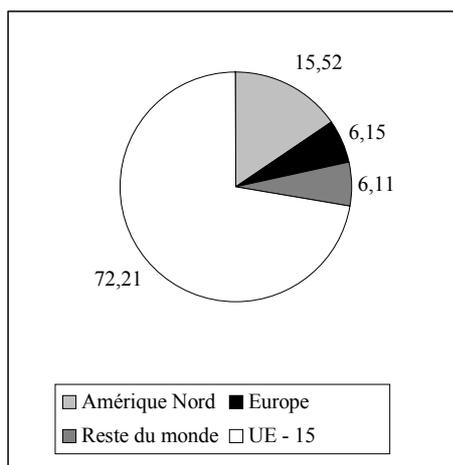
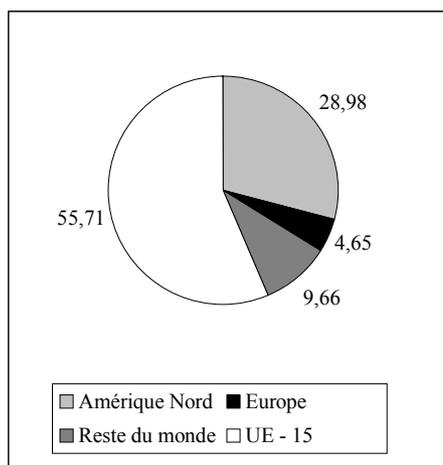
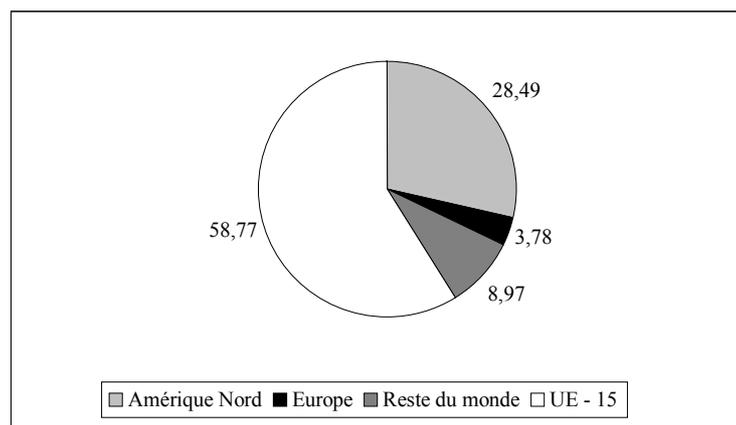


Figure 15.b
Répartition des opérations transfrontières dont les cibles sont européennes (en nombre d'opérations)



Source : Thomson Financial Products

Figure 16 .a
Répartition des opérations transfrontières de moins de dix millions d'euros dont les cibles sont européennes (en montant des opérations)



Source : Thomson Financial Products

La domination des acquéreurs européens est moins forte pour les petites opérations. La part des acquéreurs en provenance d'Amérique du Nord ou du reste du monde est plus forte pour les petites opérations que pour les grosses (figure 16.a voir supra).

Dans les opérations de plus de dix millions, le nombre des transactions intra-communautaires est légèrement plus faible que pour les petites opérations (figures 16.b et 16.c) : cela laisse à penser que les très grosses opérations, influençant l'analyse en montants, se réalisent au niveau intra-communautaire.

Figure 16.b
Répartition des opérations transfrontières de moins de dix millions d'euros dont les cibles sont européennes (en nombre d'opérations)

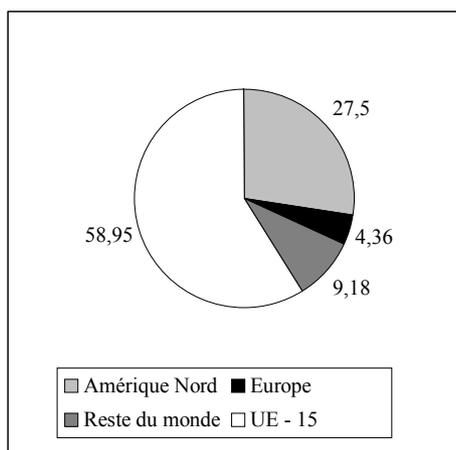
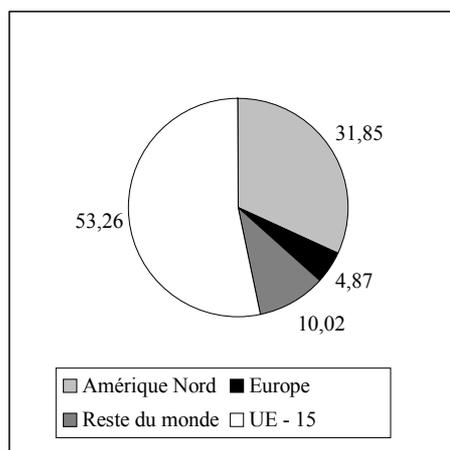


Figure 16.c
Répartition des opérations transfrontières de plus de dix millions d'euros dont les cibles sont européennes (en nombre d'opérations)



Source : Thomson Financial Products

Enfin, au cours de la période, même si le nombre d'opérations est resté relativement stable, la part des acquéreurs européens dans les opérations de fusions-acquisitions dont les entreprises européennes sont des cibles a nettement augmenté (tableau 38). Les entreprises européennes ont donc davantage attiré des acquéreurs européens que des acquéreurs non européens et notamment américains.

Cette tendance est particulièrement vérifiée pour les petites opérations de moins de dix millions d'euros (tableau 39).

Tableau 38
Répartition des opérations transfrontières des cibles européennes
 (en nombre et en montant)

		1990-1996	1997-2001
		En nombre	Amérique du Nord
	Europe	4,5	4,8
	Reste du monde	11,6	7,5
	Union européenne	54,3	57,3
En montant	Amérique du Nord	28,2	11,5
	Europe	7,9	6,5
	Reste du monde	8,4	5,6
	Union européenne	55,6	76,4

Source : Thomson Financial Products

Tableau 39
Répartition des opérations transfrontières des cibles européennes
 (en nombre d'opérations)

	1990-1996		1997-2001	
	- de 10 millions	+ de 10 millions	- de 10 millions	+ de 10 millions
Amérique du Nord	28,4	31,0	26,3	33,7
Europe	4,3	4,7	4,5	5,1
Reste du monde	10,9	12,4	6,3	8,5
Union européenne	56,5	52,0	63,0	53,0

Source : Thomson Financial Products

3. Les entreprises européennes se mondialisent autant qu'elles s'europanisent au cours des années 1990

Quelle est la place de l'Union européenne dans les opérations à caractère transfrontalier ? L'analyse de la répartition par grandes zones géographiques des acquisitions transfrontalières réalisées par des entreprises européennes (figures 17.a et 17.b) montre que les stratégies d'acquisition des entreprises sont autant mondiales qu'européennes. Avec quelque 45,6 % des opérations, l'Union européenne représente la plus grande part de ces acquisitions, devant l'Amérique du Nord (États-Unis et Canada) où sont réalisées 38,8 % des acquisitions. Les autres pays d'Europe et du reste du monde représentent 31,2 % des opérations, mais seulement moins de 16 % des montants investis.

Ici encore, les opérations de moins de dix millions présentent une répartition quelque peu différente (figure 18 ci-après). En effet, la part de l'Amérique du Nord est nettement moins importante pour les acquisitions de petit montant. Ces dernières comprennent davantage d'acquisitions en Europe de l'Est (principalement de la part des entreprises allemandes et italiennes). À titre d'exemple, des entreprises allemandes spécialisées dans le domaine de la banque et de l'assurance (Deutsche Bank, Dresdner Bank, Allianz AG), de l'énergie (Ruhrgas AG) ou de l'industrie électrique et électronique (Siemens, AEG) ont acquis des sociétés afin d'étendre leurs activités dans les pays en transition. De même, on observe une proportion plus importante d'entreprises cibles provenant du reste du monde, notamment en raison de l'importance des opérations espagnoles en Amérique du Sud. L'une des illustrations est Telefonica SA, qui s'est montrée particulièrement active dans sa politique d'acquisitions de sociétés de télécommunications dans les principaux pays d'Amérique du Sud.

Figure 17.a
Répartition des opérations transfrontières des acquéreurs européens (en montant des opérations)

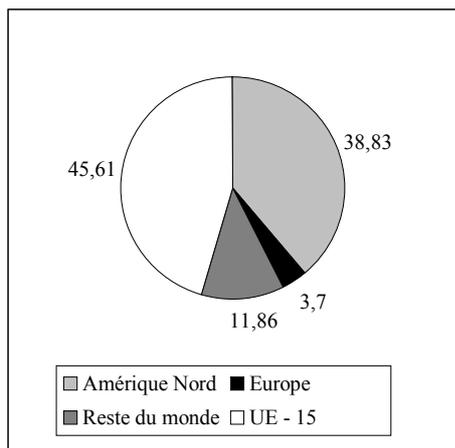
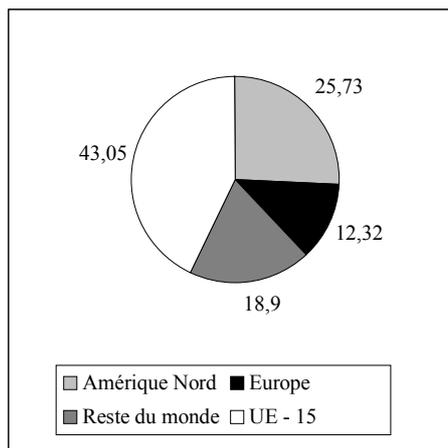
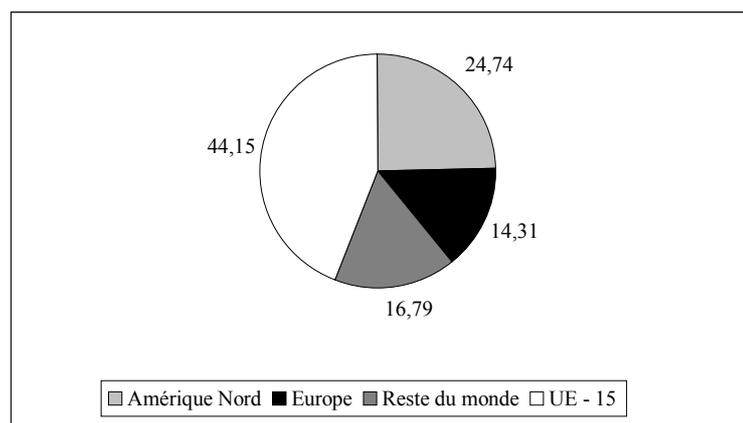


Figure 17.b
Répartition des opérations transfrontières des acquéreurs européens (en nombre d'opérations)



Source : Thomson Financial Products

Figure 18
Répartition des opérations transfrontières de moins de dix millions d'euros des acquéreurs européens (en montant des opérations)



Source : Thomson Financial Products

Le tableau 40 montre que les petites opérations se réalisent davantage dans le cadre européen – intra ou extra communautaire – que les grandes opérations.

Tableau 40
Répartition des opérations transfrontières des acquéreurs européens
(en nombre d'opérations)

	1990-2001	
	- de 10 millions	+ de 10 millions
Amérique du Nord	22,2	29,1
Europe	14,6	10,0
Reste du monde	18,0	19,8
Union européenne	45,1	41,0

Source : Thomson Financial Products

La tendance à la mondialisation des entreprises européennes s'est amplifiée à la fin de la période. Les acquisitions hors des frontières de l'Europe des entreprises européennes deviennent en effet majoritaires à la fin des années 1990, la plupart de ces acquisitions de grande taille concernant des entreprises nord-américaines (tableau 41), comme c'est le cas dans six des dix-huit opérations de plus de vingt milliards d'euros (tableau 41).

Tableau 41
Répartition des opérations transfrontières des acquéreurs européens
(en nombre et en montant)

		1990-1996	1997-2001
		En nombre	Amérique du Nord
	Europe	11,0	13,5
	Reste du monde	15,8	21,6
	Union européenne	47,6	39,1
En montant	Amérique du Nord	31,9	40,1
	Europe	6,2	3,2
	Reste du monde	13,1	11,6
	Union européenne	48,8	45,1

Source : Thomson Financial Products

D'après le tableau 41, les rachats par les entreprises européennes d'entreprises du reste de l'Europe et du monde s'intensifient. Cette évolution concerne particulièrement les transactions de moins de dix millions d'euros (tableau 42).

Tableau 42
Répartition des opérations transfrontières des acquéreurs européens
(en nombre d'opérations)

	1990-1996			1997-2001		
	<i>Moins de 10 millions</i>	<i>Plus de 10 millions</i>	<i>Total</i>	<i>Moins de 10 millions</i>	<i>Plus de 10 millions</i>	<i>Total</i>
Amérique du Nord	24,86	26,56	25,65	19,41	31,02	25,80
Europe	12,49	9,09	10,92	16,88	10,81	13,54
Reste du monde	15,48	16,26	15,84	20,67	22,29	21,56
Union européenne	47,17	48,08	47,59	43,05	35,88	39,10

Source : Thomson Financial Products

Tous ces constats montrent que l'européanisation des entreprises ne suffit pas à assurer le développement économique des entreprises européennes. Celles-ci doivent de plus en plus assurer leur expansion au-delà des frontières de l'Europe. Ce type d'expansion géographique semble nécessaire dans le cadre de stratégies industrielles majoritairement orientées vers le recentrage sur les métiers de base plutôt que vers la diversification, comme on va le voir à présent. La diversification géographique paraît être l'alliée de la spécialisation économique et des stratégies de focalisation.

4. La diversification géographique alliée des stratégies de focalisation et de spécialisation

Pour analyser les stratégies sectorielles motivant les opérations de fusion-acquisition, un découpage en quinze secteurs a été adopté. Les secteurs les plus actifs, tant en nombre qu'en montant d'opérations, sur la période sont les médias et télécommunications, les services financiers (banque et assurance), le secteur des matières premières et de l'énergie et celui de l'industrie manufacturière, et ce que l'entreprise européenne soit la cible ou l'initiateur de l'opération (figures 19.a et 19.b).

Figure 19.a : Secteurs d'activité des acquéreurs européens
(en montant des opérations, en milliards d'euros)

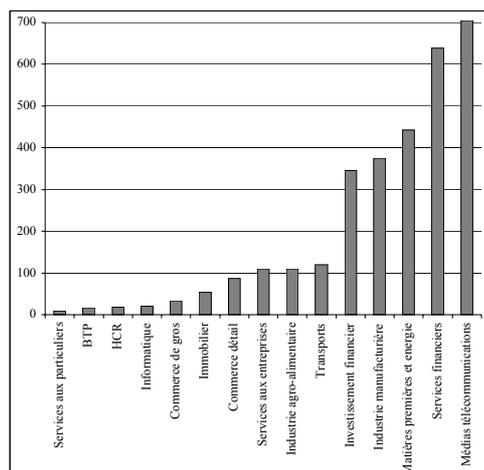
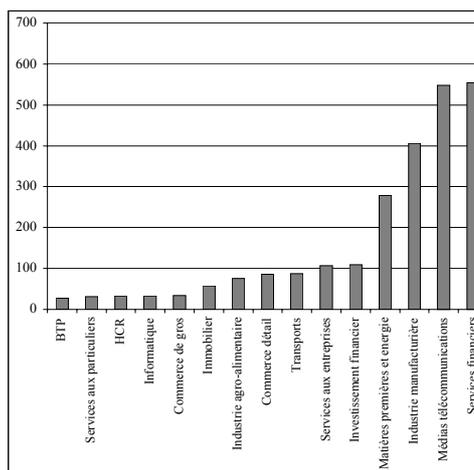


Figure 19.b : Secteurs d'activité des cibles européennes
(en montant des opérations, en milliards d'euros)



Source : Thomson Financial Products

4.1. Les acquisitions des entreprises européennes sont largement motivées par une logique de focalisation ou de spécialisation

Les opérations d'acquisitions paraissent bien menées par les acquéreurs européens dans une logique de focalisation de leurs activités ou d'expansion dans le cadre de leur métier d'origine. En effet, globalement, 70 % des montants investis par les acquéreurs européens sont destinés à acquérir des sociétés appartenant au même secteur d'activité, même si la part des opérations intra-sectorielles varie fortement selon les secteurs (figure 20.a).

En réalité, les secteurs où les opérations sont les plus nombreuses et les plus importantes (médias, services financiers, industrie manufacturière) sont aussi ceux où l'on compte davantage d'opérations intra-sectorielles. Exception notable : le secteur des matières premières et de l'énergie, qui compte 63,6 % d'opérations de spécialisation, mais aussi 17,3 % d'acquisitions dans le secteur des médias et télécommunications. À l'autre extrême, les secteurs des holdings financières, du commerce de gros et de l'immobilier comptent moins de 40 % d'opérations intra-sectorielles.

Figure 20.a
Part des opérations intra-sectorielles
par secteurs
chez les acquéreurs européens
 (en montant des opérations)

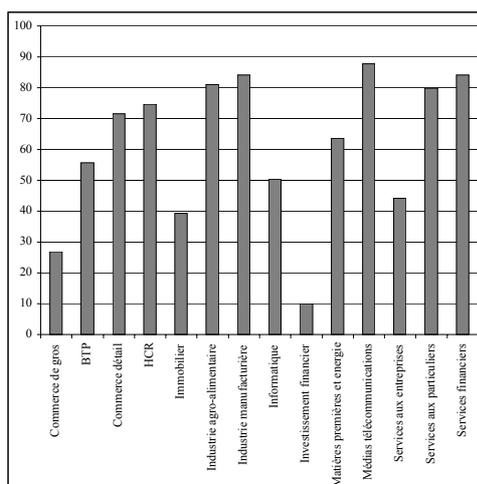
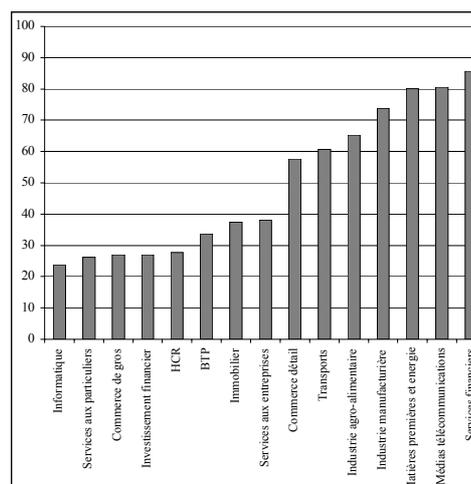


Figure 20.b
Part des opérations intra-sectorielles
par secteurs
chez les cibles européennes
 (en montant des opérations)



Source : Thomson Financial Products

4.2. Les motifs de focalisation dominent également les opérations dont les cibles sont européennes

De leur côté, les opérations dont les cibles sont européennes sont-elles, elles aussi, motivées par une logique de spécialisation ? Tous secteurs confondus, 52 % des cibles sont acquises par des entreprises appartenant au même secteur d'activité et ces opérations intra-sectorielles représentent 70 % des montants en jeu. Là encore, les plus grosses opérations répondent à une logique de focalisation.

La situation diffère cependant d'un secteur à l'autre (figure 20.b). Les secteurs les plus ouverts à une logique de diversification sont l'informatique, les services aux particuliers, le commerce de gros et les holdings financières. À l'inverse, les acquisitions impliquant les secteurs des médias, des banques et assurances, des matières premières et de l'énergie et de l'industrie manufacturière sont à plus de 70 % intra-sectorielles.

4.3. Des motifs plus ou moins dominants selon les pays

Ces politiques de spécialisation ou de diversification varient selon les pays (figure 21.a). Si l'on considère les opérations de plus de dix millions d'euros, qui constituent l'essentiel des montants en jeu, on constate que les acquéreurs français ont une stratégie de diversification plus marquée que les autres pays européens, à l'exception de la Suède et du Portugal. En France, environ 40 % des montants sont consacrés à des opérations de diversification, soit deux fois plus qu'en Allemagne. On note également que les acquéreurs scandinaves réalisent davantage d'opérations trans-sectorielles que la majorité des autres pays.

Figure 21.a

Part des opérations intra-sectorielles par classe de taille chez les acquéreurs européens (en montant des opérations)

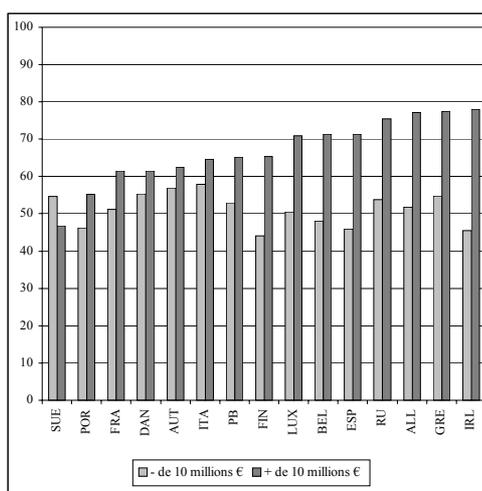
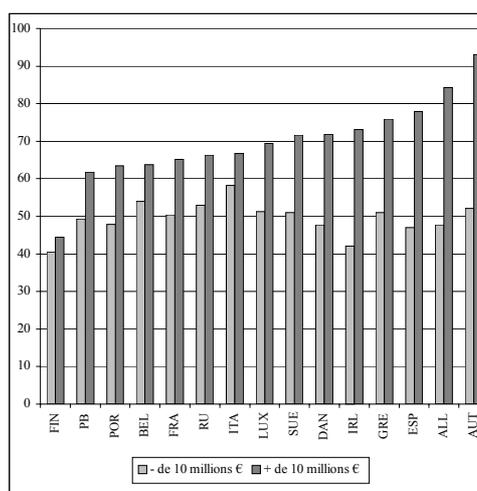


Figure 21.b

Part des opérations intra-sectorielles par classe de taille chez les cibles européennes (en montant des opérations)



Source : Thomson Financial Products

De même, les stratégies dont sont l'objet les entreprises européennes cibles varient selon les pays (figure 21.b). Seule la Finlande est caractérisée par une part majoritaire des opérations trans-sectorielles. Les pays du Bénélux réalisent davantage d'opérations trans-sectorielles que la majorité des pays de l'Union européenne. La France se trouve dans une position médiane. À l'inverse, l'Autriche et l'Allemagne se distinguent par des logiques sectorielles marquées.

La situation diffère selon la taille des opérations considérées. Dans tous les pays à l'exception de la Suède, la part des opérations intra-sectorielles dans le total des opérations des acquéreurs européens est plus faible pour les petites que pour les grandes opérations. Tous pays confondus, 52,7 % des opérations de moins de dix millions d'euros impliquent un acquéreur et une cible appartenant au même secteur d'activité, contre 70,1 % pour les opérations de plus de dix millions. Les entreprises européennes semblent privilégier davantage la diversification dans leurs petites opérations. En revanche, dans les fusions et acquisitions d'importance, on observe plus d'opérations d'expansion dans le secteur d'origine. La situation est similaire pour les cibles européennes.

Les stratégies d'expansion des entreprises diffèrent aussi selon qu'elles sont menées sur le marché domestique ou à l'international. Le tableau 43 montre que les opérations engageant des montants importants sont plutôt menées dans une optique de spécialisation que de diversification.

Tableau 43
Répartition des opérations des acquéreurs européens

(en %)

		Opérations domestiques	Opérations transfrontières
En nombre	Opérations de diversification	49,3	40,8
	Opérations de recentrage	50,7	59,2
En montant	Opérations de diversification	35,2	25,8
	Opérations de recentrage	64,8	74,2

Source : Thomson Financial Products

Dans l'ensemble, les acquéreurs européens privilégient davantage les opérations de diversification dans le cadre domestique que transfrontalier. Les opérations concernant les cibles européennes présentent la même tendance (tableau 44). Les entreprises semblent ainsi avoir adopté soit une stratégie de diversification sur leur marché d'origine, soit une stratégie de développement à l'international dans leur métier d'origine.

Tableau 44
Répartition des opérations dont des entreprises européennes sont les cibles
(en %)

En nombre		Opérations domestiques	Opérations transfrontières
		Opérations de diversification	49,3
Opérations de recentrage		50,7	55,4
En montant	Opérations de diversification	35,2	23,1
	Opérations de recentrage	64,8	76,9

Source : Thomson Financial Products

5. Conclusion

En définitive, le large mouvement de fusions et acquisitions qui a touché les entreprises européennes durant la dernière décennie traduit une tendance à l'internationalisation de ces sociétés. Parmi les opérations des acquéreurs européens, la proportion des opérations domestiques se réduit et représente moins de la moitié des montants totaux en jeu. Seules les opérations de petite taille gardent majoritairement un caractère national.

La consolidation de l'appareil productif semble trouver ses limites au niveau national, et s'opère désormais à l'échelle européenne. Plus de 70 % des opérations de rachat transfrontalier impliquent des acquéreurs appartenant à l'Union européenne. Cette tendance, qui concerne particulièrement les grosses opérations, tend à se renforcer au cours de la période.

Mais l'eupéanisation des entreprises ne suffit pas à assurer le développement économique des entreprises européennes : ces dernières se mondialisent autant qu'elles s'eupéanisent. Plus de la moitié des acquisitions des sociétés européennes se sont réalisées hors d'Europe. Si les opérations extra-européennes de grande taille se tournent en majorité vers l'Amérique du Nord, les opérations de petit montant impliquent davantage les pays de l'Europe de l'Est et du reste du monde.

- L'européanisation dans la mondialisation -

Les investissements des entreprises à l'étranger semblent être motivés principalement par une logique de recentrage sur leur métier principal. Les entreprises européennes consacrent ainsi plus de trois quarts des montants investis à l'étranger à acquérir des entreprises appartenant à leur propre secteur d'activité. Cette tendance se retrouve dans les opérations dont les entreprises européennes sont les cibles. Globalement, les entreprises semblent privilégier soit une stratégie de diversification sur leur marché originel, soit une stratégie de croissance à l'étranger dans le cadre de leur métier d'origine.

Chapitre 5

Le rôle de la taille des pays, de la distance géographique et des institutions dans la pénétration étrangère

Les entreprises européennes, quand elles franchissent les frontières nationales, s'implantent en priorité en Europe, n'ayant ainsi à surmonter que de faibles distances et n'ayant pas à investir des montants trop importants. Mais si l'Europe représente une part importante de leurs actifs et de leurs opérations, elles sont aujourd'hui largement mondialisées. Grâce à divers progrès techniques et organisationnels, les distances géographiques sont devenues un facteur moins déterminant, sauf quand elles témoignent de la persistance de barrières institutionnelles. Par contre, la taille relative des économies continue de jouer le même rôle. Du fait des capitaux exigés, un petit pays éprouve des difficultés à investir efficacement dans un grand. Même une faible part de l'épargne nationale d'un grand pays permet à celui-ci de contrôler une part importante des sociétés d'un petit pays.

Certains facteurs à l'origine de la forte croissance de l'investissement international sont déjà bien documentés. Il s'agit de :

- La libéralisation mêlant déréglementation et privatisation du secteur des services dans les grands pays industriels, notamment dans les télécommunications. Dans la banque et l'assurance, les fusions et acquisitions ont bien été accélérées, mais demeurent par contre largement domestiques.
- Le processus de libéralisation et d'innovation des marchés financiers permettant aux entreprises de bénéficier de financements nouveaux, notamment sous forme d'offres publiques d'achat (OPA).

- Chapitre 5 -

- Le progrès technique notamment dans les télécommunications et les technologies de l'information accroît la liberté des entreprises en termes de choix de localisation de production ou des réseaux commerciaux – comme on l'a rappelé au chapitre 2 – et stimule les flux de capitaux.
- Une réduction sensible des obstacles et restrictions envers les investisseurs internationaux. Dans de nombreux cas, les déclarations d'autorisation préalable à l'investissement sont simplifiées, des interdictions sectorielles levées, les plafonds autorisés des participations étrangères retirés.

Dans cette partie du rapport, on insiste sur deux grands facteurs qui déterminent la pénétration étrangère dans le capital des sociétés :

- la *taille* du pays : pour mettre simplement en évidence ce facteur, on élimine tous les autres. On trouve alors que, toutes choses égales par ailleurs, la taille tend à favoriser l'investissement international des grands pays et à accroître le taux de pénétration des pays plus petits par les capitaux étrangers (section 1) ;
- la *distance* entre les pays. Le monde n'est de fait pas homogène comme nous le supposons dans un premier temps pour montrer l'importance de la taille. Outre la distance géographique, il existe des différences institutionnelles qui entraînent de forts coûts de transaction et d'information. Les modèles gravitationnels intègrent le rôle de la distance entre les pays pour mieux expliquer les flux de capitaux de même que les flux de biens (section 2). L'intégration économique régionale, en réduisant les coûts liés à la distance, favorise le mouvement de fusions-acquisitions en Europe.
- Cependant, la réduction des coûts liés à la distance entre les pays européens et le reste du monde semble être allée aussi vite que la réduction des coûts liés aux différences institutionnelles en Europe. Cela contribue au fait que la mondialisation progresse, comme le montre le chapitre 4, aussi vite que l'europanisation. D'ailleurs, l'intégration européenne est par elle-même un facteur qui favorise aussi les investissements tiers en Europe (section 3).
- Parmi les facteurs institutionnels importants, on passera en revue les facteurs juridiques et la jurisprudence, la fiscalité, les mécanismes de la gouvernance des entreprises, dont l'existence d'un bloc de contrôle parmi les actionnaires (section 4).

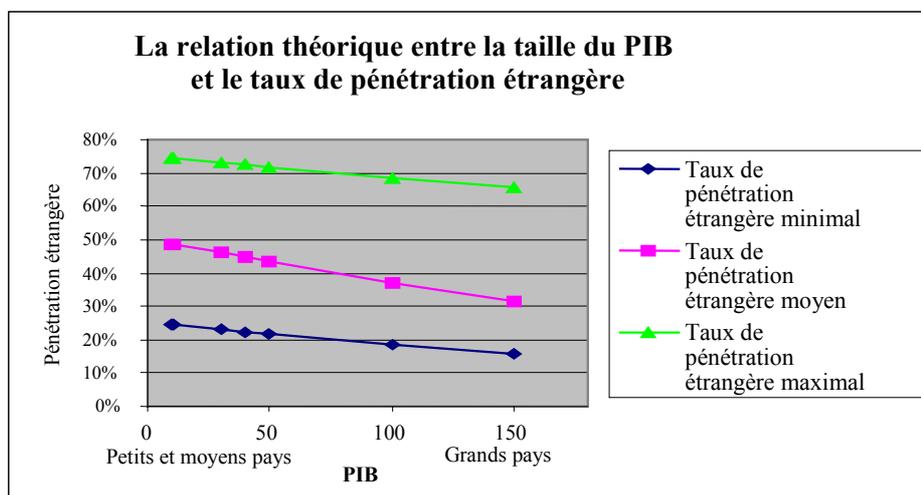
1. Une relation inverse entre la taille d'un pays et le taux de pénétration étrangère

Au regard de grands pays industrialisés comme les États-Unis, et compte tenu du développement rapide d'économies émergentes comme la Chine, le poids du PIB français dans le monde peut paraître moyen et tend certainement à diminuer. Parallèlement, l'étendue du marché mondial augmente la taille compétitive des entreprises dans de nombreux secteurs, ce qui fait que les entreprises françaises peuvent de moins en moins couvrir toutes les activités. Dans le cadre de la libéralisation déjà bien avancée du commerce mondial, ces relations changeantes de la taille relative des économies et des entreprises expliquent le taux relativement élevé de la pénétration du marché intérieur français par les importations de même que le taux élevé d'exportation de la production française. De façon similaire, la libéralisation des échanges de capitaux doit conduire inéluctablement à de forts taux de pénétration du capital des entreprises en France, comme d'ailleurs à de forts investissements français à l'étranger.

Un pays moyen comme la France est conduit à échanger des capitaux avec de plus grands pays, comme les États-Unis ou encore avec un ensemble de pays, comme ses partenaires de l'Union européenne. Mais si la France échange des capitaux avec un pays ou un espace extérieur k fois plus grand (en termes de PIB ou de capitalisation boursière), la France ne devrait-elle pas être en principe k fois plus pénétrée que lui ?

Une simple raison arithmétique soutient cette idée d'un effet de la taille économique, dans le cas de l'équilibre ou quasi-équilibre des échanges de capitaux. Si deux pays de tailles inégales – en terme de capital disponible pour l'investissement ou en terme de richesse – échangent des capitaux d'un même montant, le rapport de ce montant au PIB ou à la capitalisation boursière va être évidemment k fois plus grand dans le plus petit pays. D'ailleurs, le solde de la balance des capitaux – comme celui des paiements courants – ne dépasse pas généralement quelques pourcentages de PIB du plus petit pays, ce qui donne quelque réalité à cette règle de proportionnalité inverse.

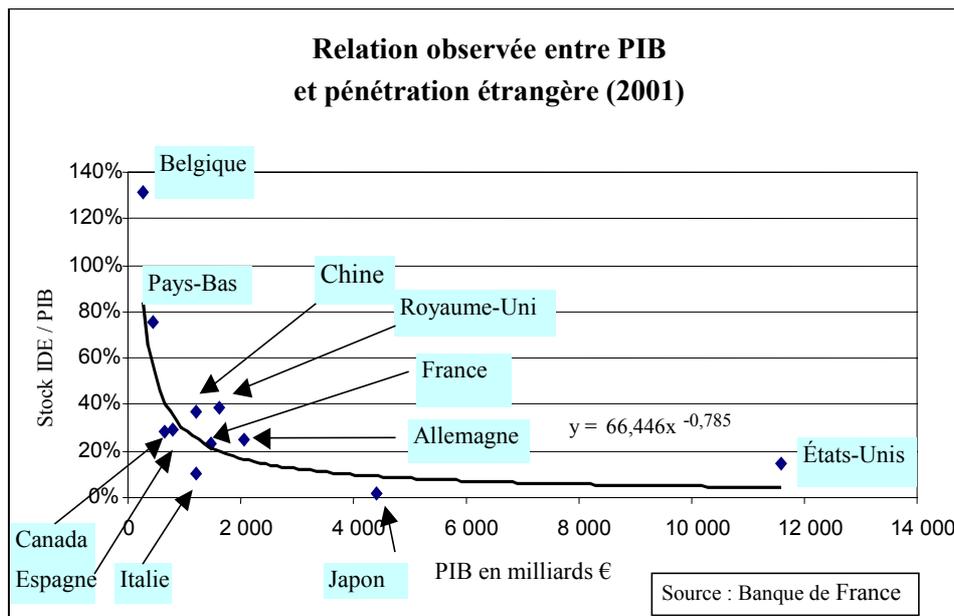
Cependant, on sait que certains pays sont exportateurs nets de capitaux en moyenne et sur longue période et d'autres en déficit. Dans ce cas, les masses inégales de capitaux disponibles feront que les taux de pénétration par les capitaux étrangers demeureront forcément modérés dans un très grand pays, et présenteront une grande variabilité dans les plus petits pays. Au total, on doit



Conclusions du modèle théorique : les PIB et les taux de pénétration étrangère dans la capitalisation des entreprises sont comme attendus en relation inverse. Cependant, pour les petits et moyens pays les écarts entre taux de pénétration sont a priori très faibles : à titre illustratif, les taux moyens théoriques pour la France et la Belgique (pays économiquement cinq fois plus petit) seraient respectivement de 43 % et 49 %. Ces deux taux a priori sont supérieurs aux taux de pénétration étrangère observés dans la réalité, car on ne tient pas compte ici de la situation historique des échanges, ni des préférences nationales qui en découlent. Les taux de pénétration étrangère ne diminuent vraiment que pour les très grands pays, tels le Japon et surtout les États-Unis ou l'Union européenne considérée comme un tout. Les marges d'indétermination entre taux minimaux et maximaux de pénétration étrangère pour une même taille de PIB sont très importantes : la relation PIB-pénétration étrangère est donc particulièrement lâche. Elle dépend en fait des choix stratégiques des groupes industriels et de services, notamment dans la meilleure façon de pénétrer les marchés mondiaux par l'investissement, les alliances et l'exportation. La présence physique des entreprises sur chaque marché est utile, mais il n'est pas indispensable qu'elle soit proportionnelle aux PIB, comme le montre le cas de l'aéronautique.

- Le rôle de la taille des pays, de la distance géographique... -

Hypothèses du modèle : ouverture parfaite aux échanges et sans aucune préférence nationale de la part des investisseurs ; l'attractivité est la même partout ; équilibre ou quasi-équilibre des balances nationales d'investissement ; diversification des investissements de portefeuille (IPE) proportionnellement aux PIB ; égalité des montants des investissements de portefeuille et stratégiques ; les investissements directs (IDE) entrants peuvent au minimum être nuls, au maximum être égaux à l'investissement national ; la moitié des activités sont fermées aux investissements étrangers de portefeuille ; le taux de pénétration « moyen » indiqué serait observé si les IDE adoptaient comme les IPE un comportement de diversification géographique proportionnelle aux PIB ; les quelques PIB introduits représentent grossièrement les valeurs relatives des PIB des petits et moyens pays européens, ceux du Japon et des États-Unis. Le reste du monde n'est pas pris en compte, en particulier à cause des déséquilibres très forts des échanges d'investissements dans les pays en développement.



Les taux de pénétration réellement observés dans différents pays (figure) sont effectivement dans une relation inverse mais lâche avec les PIB. La pénétration est mesurée ici en rapportant les stocks d'IDE en valeur comptable aux PIB en 2001.

s'attendre à une *relation plutôt inverse, mais lâche*, entre la dimension économique d'un pays et le taux de pénétration par les capitaux étrangers.

Pour préciser cette question, il convient d'approcher au plus près les motivations à l'exportation des détenteurs de capitaux. On doit, en première approximation, distinguer entre la logique financière des investisseurs en portefeuille et la logique industrielle des entrepreneurs, définis de manière large comme les détenteurs d'une part significative dans le capital social des entreprises (voir l'introduction aux modèles de modélisation en annexe de ce chapitre).

En théorie, les investissements en portefeuille suivent une logique de diversification internationale des risques. Les gestionnaires de fonds devraient répartir leurs placements au prorata des capitalisations boursières, toutes choses étant égales par ailleurs. Les petits pays attireront donc une part de l'épargne mondiale proportionnellement moindre que les grands pays, mais cette part représentera pourtant une pénétration étrangère relativement plus forte, rapportée à l'étroitesse de leur propre marché de capitaux. Si la capitalisation extérieure équivaut, par exemple, à 20 fois la capitalisation française, il faut s'attendre à une pénétration du capital social des entreprises françaises par les fonds étrangers de l'ordre de 20/21 %, soit 95 %¹. L'effet de la taille des économies sur le degré de pénétration étrangère devrait donc être particulièrement fort dans le cas des investissements de portefeuille. Dans la réalité, cependant, des taux aussi élevés ne sont pas observés. Au contraire, une préférence nationale est observée partout en matière de placements financiers. Des facteurs institutionnels expliquent une présence plus ou moins élevée des capitaux étrangers. En France, par exemple, ceux-ci ont été sollicités lors des phases rapides de privatisations. D'autre part, la présence de ces capitaux étrangers en portefeuille dépend grandement du montant de la capitalisation boursière et pas directement de la richesse.

De son côté, la logique industrielle consiste à construire des groupes compétitifs de dimension internationale. La période haussière de la Bourse de la fin des années 1990 avait grandement facilité l'extension du périmètre des groupes, autant en France qu'à l'international. Mais la configuration internationale

(1) Dans un espace économique extérieur k fois plus grand que la France, l'épargne mondiale vaut $k+1$ fois l'épargne française, et les gestionnaires étrangers devraient donc placer idéalement une proportion $1/k+1$ de leurs fonds en France. Leurs fonds valant par hypothèse k fois la capitalisation française, le taux de pénétration étrangère en France devrait atteindre la valeur très élevée de $k/k+1$.

- Le rôle de la taille des pays, de la distance géographique... -

précise des groupes n'a rien d'automatique. Contrairement à la logique financière de répartition des risques, la logique industrielle ne permet pas de déduire une configuration idéale au vu des seules tailles économiques des différents pays. Tout dépend des positions concurrentielles, des comportements et des stratégies choisies. L'effet taille est ici contrarié.

Un cas seulement fait apparaître un effet taille fort (voir la modélisation en annexe). Il peut en effet arriver que la taille optimale des groupes dans quelques secteurs soit telle, au niveau international, que la constitution de tels groupes absorbe une grande part des capitaux d'un petit pays désireux de s'investir dans ces secteurs particuliers. Autrement dit, l'essentiel des investissements directs de ce pays à l'étranger serait destiné à constituer ces groupes d'entreprises de très grande taille, et cela d'autant plus qu'aujourd'hui ces groupes sont constitués par achat de filiales existantes. En définitive, ces multinationales auraient ainsi d'autant plus de filiales dans l'espace étranger que leur pays d'origine est petit. Sur le territoire même du petit pays, les entreprises délaissées par les capitaux domestiques seraient acquises par des capitaux étrangers, autrement dit les échanges d'investissements directs seraient bien dans ce cas équilibrés. Le taux de pénétration étrangère serait ainsi beaucoup plus élevé dans le petit pays que dans le grand. Ce cas théorique est assez vraisemblable pour la France qui est un « pays carrefour » pour les investissements étrangers directs, c'est-à-dire un pays tout à la fois hôte de nombreux groupes étrangers et à l'origine lui-même de nombreuses multinationales.

Pourtant, en pratique, le taux moyen observé en France est bien inférieur au taux théorique très élevé. Diverses raisons permettent de le comprendre.

Des raisons économiques d'abord. Ainsi, cela tient d'abord à la grande diversité des situations concurrentielles dans les différents secteurs. En particulier, dans de nombreux services de proximité, la taille optimale des groupes au niveau international est plus faible, ce qui ne les oblige pas à posséder beaucoup de filiales à l'étranger. Dans la seule industrie manufacturière, par contre, on observe dans la réalité une relation de proportionnalité inverse, mais assez lâche, entre la production d'un pays et le taux de contrôle de cette production par les capitaux étrangers.

Des raisons managériales ensuite. Ainsi, les entrepreneurs désireux d'utiliser leurs capitaux pour diriger des affaires peuvent par exemple choisir de rester seuls à la tête d'une grosse PME plutôt que de participer à la direction d'une multinationale à la capitalisation plus importante. On peut désigner ce comportement de modèle italien, et il entraîne probablement moins

- Chapitre 5 -

d'investissement direct étranger, notamment lorsque la distance est importante. La volonté de garder le contrôle de l'entreprise, variable selon les pays, limite donc l'effet mécanique de la taille des économies.

Les entrepreneurs peuvent également ouvrir leurs affaires à des minoritaires, ce qui leur permet d'économiser du capital. Une façon efficace consiste à diriger des filiales au travers d'une cascade hiérarchique de liens financiers. Pour un même capital d'origine, il est ainsi possible de contrôler plus de filiales et d'activités. On a vu, dans le cas des groupes étrangers implantés dans l'hexagone, que ce mécanisme est très développé. Cela conduit à distinguer entre deux taux de pénétration étrangère : le taux de présence des capitaux étrangers dans la capitalisation, sans conséquence obligatoire sur les centres de décisions, et le taux de contrôle des activités par des capitaux étrangers majoritaires. Cette possibilité peut permettre à un petit pays d'être à l'origine de plus de multinationales que ne le permettrait son épargne propre.

Toutes ces raisons déterminent un ensemble complexe qui se prête à une modélisation (voir annexe). On pose dans ce modèle l'existence de plusieurs pays de taille différente ; des capitaux sont dédiés soit à la poursuite d'une logique industrielle soit à celle d'une logique financière ; divers secteurs d'activités sont caractérisés par des tailles optimales variées. On montre alors que le taux de pénétration étrangère dans un pays est en général d'autant plus fort que le pays est petit. On montre aussi les limites de cette règle et les possibilités ouvertes par l'union de plusieurs petits pays face à un grand. Les exemples de l'Australie et de la Nouvelle-Zélande (encadré 8) montrent bien que l'étroitesse des économies jouent un rôle dans le rachat des entreprises par les capitaux étrangers, mais également les comportements managériaux et les politiques économiques.

Si l'on ajoute à ces réserves l'observation selon laquelle la préférence nationale est encore très forte dans les investissements de portefeuille, on doit admettre que la géographie, la distance et les différences institutionnelles jouent encore un rôle majeur.

**Encadré 8 : L’Australie et la Nouvelle-Zélande,
deux exemples d’économies très dépendantes des capitaux étrangers (*)**

Ces deux exemples montrent clairement les effets sur le taux de pénétration étrangère de la taille relative des pays, de l’héritage de l’histoire et des politiques macro-économiques choisies.

L’Australie, dont la population totale ne dépasse pas 19 millions d’habitants, est un des pays les plus ouverts aux capitaux internationaux : la moitié des sociétés cotées à l’Australien Stock Exchange sont des filiales de groupes mondiaux. Souffrant d’une taille relativement modeste à l’échelle planétaire, les entreprises australiennes sont des cibles pour les grands groupes. Une société australienne qui se développe avec succès sur son marché intérieur peut rapidement devenir dominatrice, mais sa taille reste trop limitée face aux géants mondiaux à l’étranger et son unique solution est de se faire racheter par un concurrent international. Les sociétés australiennes ayant une dimension mondiale sont de ce fait peu nombreuses : quatre entreprises australiennes figurent dans le classement des 400 plus grandes sociétés mondiales.

La globalisation est perçue en Australie comme un impératif incontournable. Le dernier gouvernement à avoir tenté de contrôler les investissements étrangers était celui dirigé par le travailliste Gough Whitlam, de 1972 à 1975. Depuis, les responsables politiques sont tous devenus internationalistes. Les manifestations contre la globalisation sont parfois violentes mais, jusqu’ici, intéressent peu la majorité de la population.

L’Australie n’a jamais été autonome économiquement. Elle a été tout d’abord dépendante des fonds provenant de l’ancienne puissance coloniale, la Grande-Bretagne. Puis, après 1945, les États-Unis ont commencé à investir massivement, suivis des Japonais dans les années 1980. La distance n’empêche pas les groupes français de faire des affaires en Australie : 239 sociétés hexagonales sont implantées aux Antipodes et emploient près de 70 000 salariés. Cette forte présence française tient tout d’abord à des raisons historiques. Dans les années 1880, les grands groupes lainiers se sont installés dans ce pays. La Compagnie générale maritime a suivi les lainiers afin d’assurer le transport des ballots entre l’Australie et l’Europe. La BNP – ou plutôt l’une de ses ancêtres – était quant à elle la banque des lainiers (BNP-Paribas est aujourd’hui la 12^e banque d’Australie). Les privatisations lancées à la fin des années 1980 et au début des années 1990 ont, ensuite, attiré les grands noms français spécialisés dans les services.

Les groupes australiens n’ont pas su garder un leadership mondial dans des activités comme l’industrie minière où ils étaient pourtant bien placés. Treize des quinze plus importants groupes miniers australiens ont été rachetés par des capitaux étrangers. Le pays a bien vendu ses minerais et sa laine, mais a peu développé ses industries de transformation. Un déficit important de la balance annuelle des comptes courants depuis vingt ans a ainsi rendu indispensable l’arrivée des investissements étrangers. En 2001-2002, l’économie reste dynamique car elle ne souffre pas des déboires de la

« nouvelle économie », peu développée. Mais il ne reste plus beaucoup d'entreprises australiennes à vendre.

La Nouvelle-Zélande est un pays bien plus petit, avec moins de 4 millions d'habitants. Parallèlement à l'arrivée massive de sociétés internationales, la Nouvelle-Zélande voit de plus en plus d'entreprises nationales expatrier une bonne partie de leurs activités, et même leur siège social, vers d'autres pays plus peuplés, en premier lieu vers l'Australie, le pays le plus proche. En cas de succès, une simple succursale en Australie peut rapidement devenir plus importante que sa maison mère en termes de chiffre d'affaires. Le brasseur Lion Nathan a ainsi rencontré une telle réussite de l'autre côté de la mer de Tasman qu'il a récemment décidé de transférer son siège social en Australie. L'agence de crédit Baycorp et le groupe chimique Fernz ont eux aussi opté pour la même solution.

Comme en Australie, les flux de capitaux investis par les entreprises étrangères ont permis de financer un déficit durable de la balance des paiements courants. L'exportation de matières premières ne suffit pas à équilibrer les importations de biens de consommation. Maintenant que l'économie locale est totalement contrôlée par les multinationales, la monnaie nationale chute inexorablement.

(*) D'après une série d'articles de Frédéric Thérin publiés dans *Le Monde* : « *L'Australie, terre ouverte pour les investisseurs étrangers* » (23.4.2002) et « *La Nouvelle-Zélande s'inquiète de sa dépendance économique* » (30.4.2002).

2. La distance entre les pays pondère les effets de taille (l'apport des modèles gravitationnels) ¹

Les PMI commencent souvent leur expansion internationale en créant des filiales dans les pays les plus proches, ce qui réduit les coûts de transaction. Ce phénomène est moins évident pour les multinationales, et devrait encore moins jouer dans la gestion internationale des portefeuilles, pour lesquels les coûts de transaction sont liés à l'accès à l'information plus qu'au kilométrage. On voit que la distance entre les pays est un élément clef qui réduit l'effet de la taille relative des pays sur les taux d'investissement étranger réciproque.

Dans la mesure où la distance est avant tout considérée sous l'angle des coûts et des risques, on voit bien qu'il conviendrait de définir une « distance économique » qui ne serait pas exclusivement kilométrique. Les différences

(1) Voir encadré 9.

- Le rôle de la taille des pays, de la distance géographique... -

institutionnelles entraînent également des coûts de transaction. Dans la pratique, cependant, les modèles économiques se contentent d'utiliser la distance géographique comme un « proxy » de cette distance économique, et donc que leur capacité à expliquer les flux d'investissements internationaux soit limitée. La distance kilométrique demeure un « proxy » néanmoins satisfaisant pour les investissements directs, dont la logique est basée sur des phénomènes de production et de logistique. Elle devrait être beaucoup moins satisfaisante pour les investissements en portefeuille, pour lesquels interviennent beaucoup plus les coûts d'information et de transaction, et les barrières culturelles.

Les modèles dits gravitationnels tentent cependant de faire la synthèse entre les approches taille et distance : le montant des échanges entre pays est supposé proportionnel au PIB et inversement proportionnel à la distance géographique. Jusque récemment appliqués surtout aux échanges commerciaux, ils le sont de plus en plus aussi aux échanges de capitaux (encadré 9).

L'importance des flux de commerce entre différents partenaires est généralement assez bien expliquée par les modèles gravitationnels, qui combinent les facteurs d'attraction (le revenu et la taille des partenaires) et de résistance (la distance et les divers obstacles au commerce). Une étude de la Chambre de commerce de Paris (Alain Henriot, 2001 – voir l'étude en annexe) utilise cette approche pour évaluer le potentiel de pénétration des firmes multinationales. Elle estime ainsi le chiffre d'affaires des entreprises à capitaux étrangers dans un certain nombre de pays d'accueil, en excluant la France de cet échantillon. Elle rapporte ensuite le potentiel ainsi estimé au chiffre d'affaires réalisé en France par les multinationales, selon leur pays d'origine (tableau 45). L'équation estimée introduit le PIB du pays investisseur, le PIB du pays cible, et la distance kilométrique entre les deux. Les données proviennent de l'OCDE et portent essentiellement sur les années 1996 et 1997. Elles concernent 13 pays d'accueil (hors France) et 14 pays investisseurs, soit 135 observations compte tenu des données manquantes.

Tableau 45
Chiffre d'affaires des entreprises à capitaux étrangers dans le monde
en regard du potentiel de la France

	Chiffre d'affaires <i>(1996, estimé en milliards de francs)</i>	Observé/ Estimé
États-Unis	343,5	1,52
Canada	14,4	1,63
Japon	36,6	1,50
Belgique	480,0	1,97
Allemagne	155,9	0,95
Italie	44,9	7,80
Pays-Bas	61,4	0,58
Espagne	2,0	0,51
Suède	39,2	2,38
Royaume-Uni	104,0	0,71
Suisse	72,4	0,67
Australie–Nouvelle-Zélande	0,9	0,31

Source : Chambre de commerce de Paris

Le chiffre d'affaires des entreprises étrangères en France apparaît relativement conforme au potentiel déduit des critères géo-économiques décrits précédemment, excepté pour quelques pays investisseurs comme les Pays-Bas et le Royaume-Uni. En particulier, les entreprises américaines ont un poids dans l'industrie française, qui excède le potentiel. On peut y lire l'antériorité du développement international des groupes américains. Au total, le modèle gravitationnel semble décrire approximativement la réalité et donc justifier les considérations de taille relative des pays dans l'intensité de la pénétration étrangère, au-delà du flou attendu. Les limites du modèle viennent notamment de son appréciation insuffisante de la notion de distance économique entre pays, réduite ici à son aspect géographique élémentaire.

Les taux de détention des actions n'expliquent pas la pénétration étrangère. On rapporte parfois la forte pénétration des capitaux étrangers en France à l'insuffisance de l'épargne investie en actions. Le tableau 46 montre qu'il n'en est rien, dans la mesure où la détention d'actions par le secteur privé – cumul des avoirs des ménages, des entreprises et des institutions financières exprimé en % du PIB – est relativement forte en France où elle représente une

- Le rôle de la taille des pays, de la distance géographique... -

part de la richesse relativement forte (2,7 fois le PIB) et où les actions ont l'un des poids les plus forts dans la richesse financière totale (près de 35 %). Il faut donc se tourner vers d'autres facteurs explicatifs, notamment les variables du modèle gravitationnel que sont la richesse des pays et leur distance.

Tableau 46
Richesse financière investie en actions par pays

Secteurs	Richesse investie en actions			
	US	UK	FR	GE
IF	7 352,05	1 950,66	1 495,77	1 460,60
Ménages	6 281,01	676,97	773,00	1 500,00
Entreprises	1 143,65	878,90	2 494,71	1 897,00
Secteur privé	14 776,70	3 506,53	4 762,53	4 857,60
<i>En % PIB</i>	<i>1,63</i>	<i>2,71</i>	<i>2,71</i>	<i>1,81</i>
État	99,84	11,65	242,27	155,44
Non résidents	1 533,95	1 291,81	1 439,59	675,36
	<i>0,17</i>	<i>1,00</i>	<i>0,82</i>	<i>0,25</i>
Total	16 410,49	4 809,99	6 444,39	5 548,40
<i>En % PIB</i>	<i>1,81</i>	<i>3,72</i>	<i>3,67</i>	<i>2,07</i>
<i>Secteur privé</i>	<i>26,09</i>	<i>26,11</i>	<i>34,37</i>	<i>35,67</i>
<i>Non résidents</i>	<i>25,41</i>	<i>29,27</i>	<i>49,55</i>	<i>19,28</i>

Source : NIERS, après corrections suggérées par le groupe Actions non cotées

Encadré 9 : Les modèles gravitationnels

« Deux corps quelconques s'attirent selon une force proportionnelle au produit de leur masse, et inversement proportionnel au carré de la distance qui les sépare ». Initialement inspirés de cette fameuse loi de la gravité de Isaac Newton, les modèles gravitationnels sont peu à peu devenus des outils essentiels, voire incontournables dans la simulation des échanges internationaux, ainsi que pour d'autres domaines de l'économie.

Les premières modélisations apparaissent dès la fin des années 1950 avec Beckerman (1956) qui estime les flux d'échanges intra-européens, avec Poyhonen (1963), Tinbergen (1962) ou encore Linnemann (1966). Aitken (1973) utilise ce type de modélisation pour évaluer l'impact de la formation de zones d'échanges privilégiées sur le commerce. La question du régionalisme est également étudiée à partir de modèles gravitationnels à un niveau agrégé comme par exemple Frankel et Wei (1993), Leamer (1993), ou à un niveau désagrégé comme dans Frankel (1991), Schumacher (1996) ou Bergstrand (1989). Récemment, et suite aux modifications des conditions économiques des pays de l'Est et leur ouverture au commerce international, les questions de

potentiels de commerce entre pays sont examinées à travers ces modèles gravitationnels (Baldwin, 1994 ; Gros et Gonciarz, 1995 ; Havrylyshyn et Pritchett, 1991 ; Wang et Winters, 1991 ; Fontagné, Freudenberg, Pajot, 1999 ; Festoc, 1997).

Dans sa forme la plus simple, la relation gravitationnelle postule que les échanges bilatéraux (X_{ij}) entre deux pays (i, j) peuvent s'exprimer comme une fonction de la taille respective des deux économies (Y_i et Y_j), ainsi que de la distance géographique (D_{ij}) entre elles. Exprimée sous une fonction multiplicative, on obtient alors :

$$X_{ij} = Y_i^\alpha Y_j^\beta D_{ij}^\gamma$$

Les coefficients (α , β , et γ) sont interprétés respectivement comme des élasticités des flux d'échanges bilatéraux par rapport aux trois variables explicatives mentionnées ci-dessus.

Linnemann (1966) exprime pour sa part les flux d'exportations (X_{ij}) d'un pays i (pays exportateur) vers un pays j (pays importateur) par l'interaction de trois types de facteurs :

- l'offre potentielle d'exportation du pays exportateur i (E_i) ; cette offre est une fonction positive du niveau de revenu du pays exportateur (Y_i) qui peut être interprété comme une proxy de la variété des produits disponibles et une fonction négative de la taille du pays (mesurée par la population, N_i) indiquant le degré d'autosuffisance du pays ;
- la demande d'importation du pays importateur j (M_j) ; cette demande est également une fonction positive du niveau de revenu du pays importateur (Y_j) et une fonction négative de la taille du pays (N_j) indiquant son degré d'auto-suffisance et de spécialisation (plus un pays importateur est grand, moins il dépend de ses importations) ;
- les facteurs représentant la « résistance » aux échanges entre les deux pays (R_{ij}) ; réduisant les échanges, on retrouve par exemple les coûts de transports, les barrières tarifaires et non-tarifaires, etc. approchés par une variable de distance D_{ij} . Inversement, un certain nombre de facteurs (représentés dans l'équation par des variables indicatrices) peuvent stimuler les échanges tel que les préférences commerciales, l'appartenance commune à une zone commerciale intégrée (UE, AELE, ALENA, etc.), une frontière commune, une langue commune, etc.

En combinant ces trois groupes de facteurs, les flux bilatéraux d'échanges peuvent alors être expliqués par l'équation suivante :

$$X_{ij} = e^{\alpha_0} \frac{E_i^{\alpha_1} M_j^{\alpha_2}}{R_{ij}^{\alpha_3}} = e^{\beta_0} \frac{Y_i^{\beta_1} Y_j^{\beta_2} e^{\sum_k \gamma^k P_{kij}}}{N_i^{\beta_3} N_j^{\beta_4} D_{ij}^{\beta_5}} \quad \text{ou}$$

$$X_{ij} = e^{\beta_0} Y_i^{\beta_1} N_i^{-\beta_2} Y_j^{\beta_3} N_j^{-\beta_4} D_{ij}^{-\beta_5} e^{\sum_k \gamma^k P_{kij}}$$

Le signe des coefficients (β, γ) indique l'influence positive ou négative des variables sur les échanges bilatéraux. Afin de procéder à l'estimation de l'équation, on la linéarise (transformation logarithmique) :

$$\ln X_{ij} = \beta_0 + \beta_1 \ln Y_i - \beta_2 \ln N_i + \beta_3 \ln Y_j - \beta_4 \ln N_j - \beta_5 \ln D_{ij} + \sum_k \gamma^k P_{kij}$$

Tout d'abord utilisés sans fondement théorique robuste, les modèles gravitationnels ont reçu avec les travaux de Bergstrand (1985, 1989) la base micro-économique justifiant les spécifications utilisées dans les modèles. Initialement d'équilibre général entre n pays produisant deux biens différenciés avec deux inputs primaires, le modèle fonctionne en concurrence monopolistique à la *Chamberlin*. Les conditions du premier ordre des programmes du consommateur et du producteur déterminent les fonctions d'importation et d'exportation. On en tire alors pour chaque industrie i et chaque partenaire j une équation gravitaire log-linéaire. La variable dépendante est la valeur des exportations du pays considéré pour le produit i vers le partenaire j . Les variables dépendantes sont le PNB (du pays et du partenaire), le revenu par tête des deux pays (représentatifs des intensités capitalistiques), la distance géographique, un indice de prix pour chaque industrie et chaque pays, une variable de change bilatéral. Cette spécification permet d'une part de déterminer a priori le signe des coefficients de façon indépendante, assurant la structure logique de l'explication théorique des flux observés, et d'autre part, de rendre compte de l'échange entre pays de niveaux de développement différents.

Récemment, les modèles de type gravitationnel ont été critiqués en raison d'une mauvaise spécification d'un point de vue économétrique. Matyas (1997) émet un doute quant à l'interprétation des variables de préférences commerciales. Il propose une approche où les variables explicatives sont couplées avec des effets spécifiques aux pays. La spécification du modèle gravitationnel prend alors la forme suivante :

$$\ln X_{ijt} = \alpha_i + \gamma_j + \lambda_t + \beta_1 \ln Y_{it} + \beta_2 \ln Y_{jt} + \beta_3 \ln D_{ij} + \dots + u_{ijt}$$

Les exportations d'un pays i vers un pays j à la période t sont expliquées non seulement par les variables traditionnelles, mais également par des effets fixes sur les pays exportateurs (α_i), sur les pays importateurs (γ_j) ainsi que sur les périodes (λ_t) représentant pour ces derniers le « cycle des affaires » (Dormont, 1989). D'autres variables explicatives peuvent compléter la spécification du modèle alors que certaines sont évincées des estimations en raison de la présence des effets fixes (colinéarité parfaite). Ces effets fixes permettent d'améliorer la spécification du modèle en représentant des variables omises dans le jeu de variables utilisé. On peut aussi noter que si les modèles gravitationnels sont appréciés pour expliquer notamment un pourcentage élevé de la variance totale, l'introduction d'effets fixes améliore d'autant plus cette explication de la variance totale. Si Matyas propose des effets fixes sur les pays exportateurs et sur les pays importateurs, on peut également introduire des effets fixes relatifs au couple pays/partenaire. Les effets fixes capteront alors l'influence des variables omises propres à la relation du couple (i, j) comme par exemple les liens historiques, économiques ou politiques. Le revers de cette spécification est qu'une

proportion non négligeable de la variance soit expliquée à travers les effets fixes et que le rôle de certaines variables explicatives soit réduit, voire annulé.

En fonction de l'objectif, la spécification du modèle peut donc être différente. Mais les contraintes de disponibilité des données ou les problèmes économétriques afférents à la modélisation peuvent influencer sur le choix des variables.

Source : Michael Pajot, 2002

Des travaux montrent que les positions en actifs étrangers sont bien influencées par le niveau de richesse des pays. Il existe une relation positive entre la répartition des portefeuilles domestiques entre capital domestique et actifs étrangers, d'une part, les caractéristiques économiques du pays, de l'autre. En particulier, des travaux récents (Kraay et al., 2000) utilisant les données d'un panel de 66 pays sur longue période (1966-1997) vérifient qu'il existe une forte relation positive entre la richesse des pays et leur position nette en actifs financiers étrangers (solde des actifs et des dettes étrangers). Les variations de la richesse entre pays figurent même parmi les facteurs explicatifs les plus importants, en termes statistiques, de ces positions nettes en actifs étrangers. Entre 40 % et 70 % des variations des positions nettes peuvent en effet être attribuées aux changements de la richesse. On peut en conclure que les écarts entre niveaux de richesse figurent parmi les principaux déterminants des écarts entre les positions en actifs étrangers.

Deux interprétations sont généralement apportées à l'existence d'une telle relation positive entre les deux variables. Elles peuvent aider à comprendre pourquoi, malgré cet effet positif et significatif de la richesse, les positions relatives en actifs étrangers restent malgré tout relativement faibles dans les pays industrialisés.

La première insiste sur le rôle des rendements décroissants de la production et du risque de production dans le pays d'origine. Les flux de capitaux internationaux s'orientent, selon cette hypothèse, vers les pays où les rendements sont croissants (ou moins décroissants) et où le risque de production est plus fort. La faiblesse relative des positions en titres étrangers peut alors s'expliquer par l'existence de faibles écarts entre pays développés en ce qui concerne les caractéristiques des fonctions de production et le niveau du risque technologique. Les différences entre les rendements de la technologie et le niveau de ce risque seraient trop faibles pour provoquer des gains de diversification du portefeuille suffisants pour engendrer des flux financiers plus importants que les flux effectivement observés. Autrement dit, les écarts de

- Le rôle de la taille des pays, de la distance géographique... -

rentabilité entre pays seraient trop faibles pour contrecarrer le biais domestique dans les investissements domestiques.

La seconde interprétation introduit le rôle du risque pays, c'est-à-dire le risque de pertes sur les encours transfrontaliers ou souverains qui proviennent des actions des gouvernements étrangers. Ce risque se manifeste, par exemple, sous la forme de suspensions de remboursements, de dévaluations, ou encore de confiscation des actifs détenus par les non-résidents. Il détermine donc fortement le risque de crédit des actifs étrangers pour leurs détenteurs. Cependant, si ce facteur peut freiner l'orientation des flux financiers vers les pays émergents et les pays en voie de développement, il ne joue sans doute qu'un faible rôle dans les flux financiers entre pays développés. En d'autres termes, le risque pays ne favorise le biais domestique qu'en ce qui concerne la demande de capital relative aux actifs des premiers pays, et non celle des actifs des pays industrialisés. Le rôle de ces deux facteurs – rendements et risque technologique et risque pays – n'est donc sans doute pas suffisant pour expliquer la faiblesse relative de la part des actifs étrangers dans les portefeuilles domestiques et de la persistance du biais domestique dans la composition du capital.

3. La distance économique ne se réduit pas plus vite entre pays européens qu'avec le reste du monde

3.1. L'Europe a une taille suffisante pour faire jeu égal avec les États-Unis

Face aux entreprises d'un grand pays comme les États-Unis, les champions nationaux des différents pays européens risquent de ne pas faire le poids. On a vu que le taux de contrôle des activités de petits pays par les capitaux d'un grand pays peut être très élevé. Mais la prise en compte de l'intégration européenne change la donne.

Comme on l'a vu dans le chapitre 4, les prises de contrôle sur le sol européen se sont faites préférentiellement entre Européens. La raison principale vient de la proximité géographique, soutenue par diverses mesures qui ont abaissé les coûts et les incertitudes, comme la création du Marché unique puis de la zone euro. Dans quelques cas, comme dans l'aéronautique ou la défense, les gouvernements sont intervenus plus directement. Il en résulte que le taux de pénétration par les capitaux extérieurs – c'est-à-dire hors investissements intra-européens – peut être aussi modeste dans l'ensemble de l'Union européenne qu'il l'est aux États-Unis.

Les groupes multinationaux européens peuvent ainsi demeurer essentiellement européens tout en ayant acquis une taille compétitive sur le marché mondial. Mais plusieurs configurations sont possibles. Ces groupes européens peuvent être essentiellement européens, avec des capitaux presque exclusivement d'origine européenne et même une activité basée surtout en Europe : c'est le cas d'EADS par exemple. Ils peuvent aussi avoir une dimension véritablement mondiale, avec des capitaux d'origine diverse, des bases productives sur tous les continents, mais une prédominance nationale : c'est le cas de Lafarge par exemple. On a vu que la tendance des groupes français était d'accroître leur mondialisation.

Il en résulte aussi la possibilité de couvrir, au niveau européen, l'ensemble des secteurs d'activité. Dans le cas d'un petit pays qui s'ouvre à l'extérieur, on a vu que les capitaux nationaux devaient se spécialiser dans quelques secteurs et abandonner les autres aux filiales de groupes étrangers. Au niveau européen, cette contrainte disparaît.

L'équilibre actuel entre les tendances à l'europanisation et à la mondialisation, l'intégration déjà très forte au niveau européen, ne donnent que peu de raisons pour souhaiter l'apparition de groupes « purement européens » plutôt que de groupes mondiaux à dominante européenne ou nationale. Il en résulte que la construction économique européenne ne doit pas consister en un « mécano industriel » mais viser plutôt à favoriser directement les facteurs d'attractivité.

3.2. Consolidation européenne

La dernière décennie a été marquée par une forte consolidation de l'appareil productif en Europe dont les fusions-acquisitions ont été l'un des principaux instruments. Ces restructurations ont été poursuivies dans le cadre de stratégies de recentrage sur le métier de base (*core business*) ou d'autres stratégies des entreprises européennes. Ces restructurations ont été, en partie, influencées à la fois par les évolutions des structures des marchés de biens et services provoquées par l'intégration européenne et par les changements des élasticités aux variations des taux de change induites par le passage à l'euro ¹.

On part du constat selon lequel il existe des différences entre secteurs en termes de sensibilité aux chocs macro-économiques et notamment aux fluctuations du taux de change €/€ et des différences structurelles entre pays en termes de

(1) Selon la contribution d'Adriaan Dierx référencée en fin de chapitre.

- Le rôle de la taille des pays, de la distance géographique... -

composition sectorielle de l'appareil productif. Mais la construction européenne a changé la donne en modifiant le degré d'exposition des entreprises à ce type de choc, soit en renforçant la concurrence, soit en incitant les entreprises à une plus grande spécialisation.

On peut alors comprendre les réponses stratégiques des entreprises européennes comme des ajustements aux divers effets à court, moyen et long terme provoqués par le Marché unique européen (Single Market Policy SMP) et/ou l'Union monétaire européenne (UEM), tels qu'ils sont synthétisés dans le tableau 47.

Tableau 47
L'intégration européenne et le fonctionnement des marchés de biens

	Réduction des barrières aux échanges intra-européens et aux autres activités transfrontières (effet du SMP et de l'UEM)	Transparence des prix accrue (effet de l'UEM principalement)
Effets à court terme	Entrée sur les marchés ↑ Concurrence intra-marques ↑ Marges bénéficiaires ↓	Concurrence intra-marques ↑ Segmentation des marchés ↓ Marges bénéficiaires ↓
Effets à moyen terme	Diversification sectorielle ↓ Multinationalité ↑ Efficience productive ↑ Marges bénéficiaires ↑	Différenciation des produits ↑ Diversification sectorielle ↓ Pouvoir de marché ↑ Marges bénéficiaires ↑
Effets à long terme	Concentration industrielle (au niveau des États membres) ↓ Concentration spatiale ↑↓ Concurrence inter-industrielle ↓ Concurrence intra-industrielle ↑	Exposition aux chocs asymétriques due aux différences structurelles ↓ Capacité à maîtriser les chocs asymétriques ↑

Source : Dierx, Ilzkovits et Sekkat, 2002

Ces stratégies des entreprises ont été, selon le cas, des stratégies de réduction des coûts ou bien des stratégies de différenciation des produits, de croissance interne et externe (collusion) ou de recentrage sur le métier de base, destinées à reconstituer le pouvoir de marché.

Ces stratégies ont à leur tour des effets sur les structures des marchés, traduits par de grandes variations observées au cours des dernières années dans les parts de marché des grandes entreprises et par des changements de positions des leaders. Ces réactions stratégiques peuvent à la fois créer une tendance à une plus grande spécialisation (on rejoint la thèse de Krugman), et renforcer les échanges intra-branches et entraîner alors une convergence des structures industrielles des pays européens. Si le premier effet de spécialisation l'emporte, l'exposition aux chocs de change tend à croître, si le second l'emporte, il tend à décroître.

Mais, en dépit de ces réactions, on peut attendre à long terme un accroissement de la concurrence dans les industries moins concurrentielles et un déclin des différences entre secteurs en termes de sensibilité aux chocs.

3.3. La réduction de la distance accroît les échanges financiers entre pays européens, mais aussi avec le reste du monde

Dans les échanges de biens, la distance géographique accroît de façon naturelle les coûts de transaction puisqu'elle accroît directement les coûts de transport et empêche d'échanger des biens périssables. Dans les échanges financiers, la distance agit aussi sur les coûts de transaction dans la mesure où elle reflète des différences de réglementation financière, des différences de fiscalité, des différences de liquidité des marchés de titres ou d'efficacité des centres financiers, et elle agit sur les coûts d'information supportés par les investisseurs dans les échanges de titres. D'une manière générale, la distance tend à accroître les imperfections des marchés financiers. C'est pourquoi elle tend à réduire les échanges financiers transfrontaliers et à freiner la demande de titres étrangers.

Les variables de distance, telles qu'elles figurent dans les modèles gravitationnels, à savoir les tailles respectives de la richesse et de la population des pays d'origine et de destination des flux financiers, ou encore la distance géographique elle-même et les caractéristiques spécifiques des pays,¹ capturent les effets des coûts d'information sur la demande de titres étrangers, dans la

(1) Comme l'importance des institutions financières dans le pays, la présence d'un centre financier ou encore l'importance des entreprises non financières.

- Le rôle de la taille des pays, de la distance géographique... -

mesure où elles traduisent une élévation des barrières culturelles et un accroissement des asymétries d'information qui déterminent ces coûts. En d'autres termes, dans le domaine financier, les coûts d'information tendent à croître avec la distance entre pays.

Des travaux empiriques récents ayant cherché à mesurer l'effet de la distance sur les choix de portefeuille montrent ainsi qu'il existe une relation négative entre la distance géographique et l'importance des échanges bilatéraux d'instruments financiers. Ces travaux ont en effet montré un impact négatif de la distance sur le taux de détention des actifs étrangers et sur les flux de capitaux entre pays (Lewis, 1999, Portes et Rey, 1999, Ghosh et Wolf, 2001, Wei et Wu, 2001), même si la distance tend à réduire les corrélations entre les cycles économiques des pays et à engendrer des gains de diversification. Portes et Rey (1999) montrent, en particulier, que les variables de distance reflètent une augmentation des asymétries d'information et des coûts correspondants. D'autres travaux ont analysé les investissements directs à l'étranger des banques (Dahl et Schrieves, 1999, Foccarelli et Pozzolo, 1999, Buch, 2000) et vérifié que les IDE des banques sont généralement liés aux IDE des entreprises non financières. La taille des marchés et les activités internationales de leurs clients entreprises exercent clairement un effet positif sur les IDE des banques.

Toutefois, la révolution des technologies de l'information, qui a marqué les dernières décennies, a sans aucun doute réduit les coûts d'information. En conséquence, le rôle de la distance comme facteur déterminant des investissements en portefeuille a eu tendance à réduire au cours des dernières années. C'est notamment ce que montre une analyse des placements internationaux des grandes banques européennes et américaines (Buch, 2001). Cette étude exploite les données relatives à la répartition géographique des actifs détenus par les principales banques internationales de cinq pays (France, Allemagne, Royaume-Uni, Italie, États-Unis) sur la période 1983-1998. Utilisant un modèle de gravité, cette étude montre que le facteur distance a eu plutôt tendance à se maintenir pour les banques européennes, habituellement moins sensibles à la distance que les banques américaines, alors que ce rôle a diminué nettement pour ces dernières, qui étaient habituellement plus sensibles à ce facteur. Une interprétation possible de cette sorte de convergence du rôle de la distance est que l'intégration des marchés de capitaux et les progrès des technologies d'information ont eu pour effet d'accroître l'information disponible pour les banques et d'inciter ces dernières – et notamment les banques américaines – à substituer des investissements en titres étrangers aux prêts domestiques. Les progrès technologiques ont également profité au développement des financements non bancaires – notamment, les financements

de marché – et contribué de façon générale au développement de l’information financière sur les emprunteurs privés.

La stabilité du rôle de la distance pour les banques européennes provient sans doute en partie de la substitution dans les portefeuilles des banques européennes des expositions sur des emprunteurs pour lesquels l’information est coûteuse et son traitement complexe – les entreprises non financières, et notamment celles de moyenne dimension – comme les États et les banques elles-mêmes. On a observé, en effet, sur la période récente, un recul de la part relative des émissions de titres publics, une stabilité des émissions des banques et une progression relative des financements au bénéfice du secteur privé non financier.

Par ailleurs, au cours de la période récente, les barrières réglementaires ont sans aucun doute été réduites, favorisant les échanges transfrontaliers d’actifs financiers. En effet, les investisseurs institutionnels sont naturellement incités à opérer sur des marchés sur lesquels les contraintes réglementaires sont réduites. Ainsi, Buch (2000) a analysé les déterminants des investissements de portefeuille en actifs étrangers par les banques et montré que la constitution du Marché unique européen et les directives bancaires européennes ont eu un impact positif sur les activités de portefeuille transfrontières intra-européennes des banques européennes. Toutefois, cette étude montre l’existence d’une relation négative entre l’appartenance des banques à l’Union européenne et les liens financiers transfrontières. L’une des explications possibles est que la recherche des gains de diversification du portefeuille pourrait inciter les institutions financières à investir dans des pays pour lesquels la distance est plus importante.

3.4. Persistance d’une préférence nationale en matière de placement financier

La distance entre les pays détermine encore fortement les investissements de portefeuille. Bien sûr, au cours des dernières décennies, l’intégration des marchés d’actions a sans nul doute favorisé le remarquable essor des investissements en portefeuille des non-résidents. En théorie, sur des marchés financiers parfaits, la part des actions de chaque pays dans le portefeuille des agents devrait tendre à refléter le poids des capitalisations boursières nationales dans le total mondial des capitalisations boursières, permettant à chaque investisseur de tirer parti des avantages de diversification apportés par un portefeuille mondial en raison de sa taille et de sa composition (Stulz, 1995). Toutefois, en pratique, le poids des actions étrangères dans les portefeuilles des

- Le rôle de la taille des pays, de la distance géographique... -

agents domestiques est loin de correspondre à celui que suggère la théorie du portefeuille standard (Lewis, 1999). Au contraire, les titres domestiques entrent dans les portefeuilles pour une part bien supérieure à celle que prévoit cette théorie, traduisant la persistance d'un biais en faveur des actions domestiques (« biais domestique » ou « home bias » en anglais).

Les actions étrangères ne représentent encore qu'une faible part des portefeuilles d'actifs financiers des agents domestiques, quel que soit le pays considéré. La capitalisation boursière des États-Unis représentait au début des années 2000 environ 1,15 fois le total des capitalisations boursières de la zone euro, du Royaume-Uni, de la Suisse, du Canada et du Japon réunis (source : BRI, 71^e rapport annuel). En conséquence, si l'on suit la logique du modèle de portefeuille international, les épargnants américains auraient dû détenir 46 % de leur portefeuille d'actions en titres étrangers. Or, la part des actions étrangères se situe en 2000 autour de 12 % (Warnock, 2002). Certes, cette part a fortement augmenté au cours de la dernière décennie, puisqu'elle était presque nulle au début des années 1980 et se situait autour de 5 % dix ans plus tard. Cet exemple illustre bien le fait que la préférence nationale reste encore élevée, même si elle a nettement reculé au cours des dernières années.

La préférence nationale est sans doute plus forte aux États-Unis, ne serait-ce qu'en raison de l'importance de la capitalisation boursière américaine, et elle est sans doute moins forte en Europe. C'est ce que montrent les résultats des enquêtes sur la détention de titres réalisées sous la coordination du FMI (IMF, 2000) dans certains pays européens (Coordinated Portfolios Investment Survey, CPIS)¹.

Ces observations montrent que la persistance d'un comportement de préférence pour les actifs domestiques ou biais domestique (*home bias*) et, plus généralement, par la distance entre les pays.

(1) Notons qu'un problème majeur relativise les conclusions qui peuvent être tirées de l'analyse de ces sources : la plupart recensent les transactions au pays de la transaction et non au pays de l'émetteur ou du détenteur, ce qui provoque une surestimation des flux pour les pays possédant un grand centre financier (Londres, New York) et une sous-estimation pour les pays n'en possédant pas. Ainsi, Warnock et Mason (2001) évaluent à 17 % la sous-estimation des avoirs américains en titres étrangers sur données du Bureau of Economic Analysis. Voir aussi Warnock et Cleaver (2002).

4. Les différences institutionnelles, juridiques et fiscales en Europe résultent d'arbitrages économiques et sociaux complexes

La persistance d'une préférence nationale en matière de placement financier, en dépit de la réduction des obstacles géographiques, témoigne de l'importance des facteurs institutionnels qui séparent encore les pays.

4.1. L'harmonisation juridique en Europe passe désormais par un équilibre entre les législateurs, les organismes de régulation et les tribunaux

Il existe certaines spécificités communes aux différents pays européens, par exemple en matière de droit des actionnaires et des salariés, qui les différencient notamment des États-Unis. Ainsi, les assemblées générales des actionnaires ont, en France, le droit d'initiative sur les prises de décisions stratégiques de l'entreprise : répartition des bénéfices, initiation d'une OPA, contrairement aux États-Unis où l'actionnariat individuel joue un rôle plus important. Par contre, l'entreprise est considérée comme autre chose que le bien des seuls actionnaires et prend en compte les autres parties prenantes (les *stakeholders*).

L'importance des salariés constitue une autre spécificité des systèmes européens, et notamment français, avec le rôle des comités d'entreprises : information, consultation sur les questions intéressant l'organisation, la gestion. La loi accorde au comité d'entreprise le droit d'interroger l'initiateur d'une OPA sur ses intentions ; la loi sur l'épargne salariale du 19 février 2001 a étendu les droits des salariés à la participation financière.

Cependant les différences juridiques restent importantes en Europe. Les questions de plus en plus semblables d'un pays à l'autre sous l'effet du marché nécessitent des solutions harmonisées en matière de :

- défaillances du contrôle externe : l'affaire Enron illustre les lacunes du contrôle externe. Le statut du commissaire aux comptes renforce les risques de collusion voire de complicité avec les dirigeants sociaux. Il s'agit d'apporter des solutions à la question essentielle de l'indépendance et de l'efficacité des contrôles ;

- Le rôle de la taille des pays, de la distance géographique... -

- question des conflits d'intérêts : des mesures préventives pourraient être envisagées en droit français : une auto-réglementation par des « chartes de l'administrateur » sur le modèle anglo-américain ;
- maintien d'inégalités entre actionnaires étrangers et français ; des discriminations subsistent entre actionnaires étrangers et français : acquisition des actions des sociétés privatisées ; bénéfice de l'avoir fiscal ; droit de vote double aux ressortissants français et assimilés.

Les solutions harmonisées en Europe doivent trouver un équilibre entre le législateur, les organismes de régulation et les tribunaux. En effet, la méthode juridique classique est de plus en plus concurrencée par de nouveaux modes de régulation issus du marché¹. Dans ce nouvel équilibre, le législateur dégage des principes, les organismes de régulation les détaillent et les tribunaux vérifient la conformité de la loi.

Les autorités administratives contribuent ainsi à l'émergence d'un nouveau droit financier (en France : COB, CMF) avec la création de normes applicables aux sociétés cotées qui viennent s'ajouter au droit des sociétés classiques, voire le contredire.

Les professionnels de place font émerger un droit auto-régulé par l'édition de code d'éthique provenant d'horizons divers. Cette régulation favorise l'essor des corps intermédiaires et les sanctions de place sont souvent plus efficaces que les sanctions imposées par le législateur. Ces corps intermédiaires ont en principe de larges bases de concertation en Europe.

Les tribunaux judiciaires édictent des normes que le juge impose à l'ensemble des sociétés cotées. Ce droit « judiciarisé » rapproche la France des systèmes de contentieux de *common Law*.

La présence d'actionnaires étrangers dans les sociétés françaises a déjà entraîné la mise en place de réformes importantes. Le droit français a par exemple consacré une exigence de « pleine information ». Pourtant, celle-ci reste souvent imprécise et parcellaire et n'intègre pas les choix stratégiques des entreprises. La loi a récemment assoupli les conditions de représentation à l'assemblée et rend possible le vote des actionnaires étrangers par l'intermédiaire d'institutions financières, ce qui contribue à un plus grand respect des droits des actionnaires.

(1) Selon la contribution de Véronique Magnier référencée en fin de chapitre.

4.2. Concurrence fiscale accrue en Europe ¹

En matière fiscale, il conviendrait d'identifier les dispositions qui entravent les mouvements de capitaux en suscitant des obstacles spécifiques aux activités transfrontalières. Le contexte communautaire actuel est celui d'une concurrence fiscale accrue qui change de nature mais ne favorise pas la convergence fiscale.

Des instruments politiques et juridiques communautaires empêchent les États d'adopter dorénavant des stratégies de développement de « niches » fiscales. De toute façon, les mesures favorables pour des cibles spécifiques n'ont qu'un impact limité. Aucune action communautaire ne semble à attendre à brève échéance dans ce domaine.

Les propositions de la Commission en matière de fiscalité des entreprises sont hors de portée à court ou moyen terme, tant en raison de la difficulté intrinsèque du sujet que de la réalité des positions des États membres dans ce domaine qui relève de l'unanimité.

Dans cet environnement concurrentiel, le positionnement de l'impôt sur les sociétés français est moyen : il dispose même de certains atouts : une fiscalité de groupe et d'endettement performante ; des régimes d'amortissement favorables, un régime de distribution attractif pour les non-résidents.

En dehors de l'impôt sur la fortune qui handicape surtout les entreprises familiales, les points négatifs du dispositif français portent plutôt sur la taxe professionnelle et le niveau des charges sociales. Mais les réformes renvoient à un ensemble complexe qui touche au financement de la santé, de la retraite et au développement des collectivités locales.

4.3. Quelle convergence des systèmes de gouvernance en Europe ?

La recomposition de la propriété des entreprises renvoie à la question de la gouvernance d'entreprise, c'est-à-dire des modalités du contrôle exercé par les détenteurs de parts sur les choix stratégiques des dirigeants. Cette question mérite d'autant plus d'être posée :

1°) Que la croissance des investisseurs institutionnels s'est accompagnée d'une augmentation remarquable de la part des actions dans leurs portefeuilles ¹. Par

(1) Éléments repris de la contribution au Conseil d'analyse économique de Jean-Pierre Lieb.

- Le rôle de la taille des pays, de la distance géographique... -

exemple, la part des actions dans les portefeuilles (assurance-vie et fonds de pension) des investisseurs institutionnels des pays du G7 est passée de 7 % en 1970 à 18 % en 1998. C'est moins le cas en France où la détention directe des actions prédomine.

2°) Que le financement externe des entreprises européennes fait une part de plus en plus importante aux actions. En France, par exemple, la part des actions dans les ressources financières des entreprises est passée de 41 % en 1970 à 70 % en 2000. Dans l'ensemble des pays du G7, la part des actions est passée de 38 % à 55 % sur cette période (sources : comptes nationaux).

En matière de gouvernance, l'Europe se singularise encore par un mode de contrôle fondé sur la concentration de l'actionnariat, sur le contrôle exercé par le marché de la dette, et sur la banque de relation, plus particulièrement lorsque des banquiers siègent dans les conseils, notamment en Allemagne. Pourtant, le développement du marché des actions dans de nombreux pays européens, et notamment en France, la forte montée des investisseurs institutionnels étrangers, notamment américains, dans le capital des sociétés européennes, et le développement de la gestion d'actifs dans les institutions financières se traduisent par une montée significative du système de contrôle de type anglo-saxon. La mondialisation ne tend-elle pas à imposer un modèle unique de type anglo-saxon ?

Au-delà de l'achèvement du Marché unique et la réalisation de l'union monétaire, et pour ne pas se lier à un modèle de gouvernance trop exclusivement tourné vers la valeur actionnariale, l'Europe a sans doute besoin de définir un modèle de gouvernance qui lui soit propre. Mais est-il possible en Europe de définir un cadre de gouvernance fondé sur des valeurs communes aux différents pays ? Les cultures nationales, ancrées dans leurs histoires spécifiques, ne s'opposent-elles pas à la marche vers un modèle européen ? Les différences des systèmes de droit ne s'opposent-elles pas à une harmonisation des modes de contrôle ?

L'enjeu est de taille, puisque s'il n'est pas établi que le mode de gouvernance ait un effet déterminant sur les performances des entreprises, il agit sans ambiguïté sur le partage de la valeur entre actionnaires, dirigeants et salariés. Comme l'ont mis en lumière Allen et Gale (1999), le mode de gouvernance agit aussi sur le partage des risques et la croissance dans une économie. Ces auteurs

(1) Voir le rapport « La place des actions dans le patrimoine des ménages », La Documentation française, décembre 2002.

montrent en effet que les modes de gouvernance anglo-saxons fondés sur le marché des actions organisent un transfert du risque intergénérationnel, qui accorde plus d'importance aux résultats courants et oriente le financement sur le court terme, alors que les modes de gouvernance fondés sur la dette organisent un transfert de risque intertemporel, qui assure aux entreprises une plus grande disponibilité du crédit dans le temps, et est naturellement plus favorable aux financements à long terme. Derrière le choix d'un mode de gouvernance, il y a le choix du rôle respectif de l'intermédiation de marché et de l'intermédiation des institutions bancaires et financières dans le financement des entreprises.

Pour répondre à ces questions et comprendre les problèmes posés par la recherche d'un modèle de gouvernance européen, il faut revenir sur l'histoire de l'émergence de systèmes de gouvernance différenciés et analyser les causes de cette différenciation. Les explications relèvent de divers arbitrages : entre le degré de protection (légale et effective) des actionnaires et la présence de gros actionnaires, entre la sécurité de l'emploi et les normes actionnariales, ou encore entre la valeur actionnariale et l'intensité de la concurrence sur les marchés.

Les modèles de gouvernance : modèle anglo-saxon versus modèle européen

L'instauration de règles de gouvernance tient à l'existence d'asymétries d'information entre les dirigeants et les actionnaires et autres bailleurs de fonds. Les conflits d'agence qui peuvent en naître favorisent les comportements « opportunistes » des dirigeants et engendrent des coûts d'agence se manifestant sous diverses formes (chute des prix des actions des acquéreurs en cas de fusions-acquisitions, enracinement des dirigeants et mise en place par ces derniers de systèmes de protection anti-OPA, préférence pour la croissance plutôt que pour la rentabilité, prime aux actions avec droits de vote, etc.).

Les actionnaires sont donc vulnérables dans la mesure où leur rémunération est dépendante du pouvoir discrétionnaire des managers. Le coût du financement par action devenant excessif si des solutions à ces problèmes ne sont pas trouvées, il est nécessaire de mettre en œuvre des mécanismes de contrôle. Les mécanismes traditionnels révèlent cependant rapidement leurs limites, qu'il s'agisse de l'exercice du droit de vote par les actionnaires (en raison d'un problème de passager clandestin) ou bien du contrôle exercé par des membres des conseils non dirigeants (en raison d'un problème de capture des administrateurs par les dirigeants). C'est pourquoi des modes spécifiques de gouvernance se sont développés.

- Le rôle de la taille des pays, de la distance géographique... -

Les modèles de gouvernance anglo-saxons sont de trois types :

Le premier est le cœur du modèle, avec un contrôle du marché des actions comme marché du contrôle, ce qui donne aux analystes financiers un rôle essentiel. La discipline de marché s'y exerce notamment par la sanction des OPA-OPE. Les droits de vote y exercent un rôle central effectif et les droits des minorités y sont protégés. Ce mode de gouvernance pose des problèmes bien connus : en particulier, le marché des actions doit être liquide, toutes les OPA ne sont pas des succès, les acquéreurs payant souvent les cibles trop cher, et le contrôle peut faire prévaloir des vues de court terme incompatibles avec l'horizon de long terme des décisions stratégiques des sociétés.

Le second type de modèle anglo-saxon est la gouvernance directe par les actionnaires. Cette gouvernance directe s'est développée avec la montée des investisseurs institutionnels sur le marché des actions et leur présence dans le capital des sociétés. Elle emprunte une partie des mécanismes de contrôle au type précédent : évaluation des opportunités d'OPA, vente des actions des sociétés jugées peu performantes. Elle s'exerce aussi par des contacts directs avec les dirigeants qui complètent les contrôles exercés par les membres non dirigeants des conseils. Ce type de modèle tend aussi, comme le précédent, à faire prévaloir les normes de valeur actionnariale¹. Enfin, le troisième type de contrôle est le contrôle par le marché de la dette. Ce contrôle complète celui du marché des actions. Il est motivé par l'existence des « free cash flows » dans les entreprises cibles et il prend la forme de rachats financés par de la dette (LBO).

À ces modes de gouvernance de type anglo-saxon s'oppose la gouvernance par la relation de long terme banque-entreprise, où le contrôle s'exerce en particulier par la disponibilité du crédit. Ce type de gouvernance peut être considéré comme un mode de contrôle spécifique aux pays d'Europe continentale, et plus particulièrement à l'Allemagne, pays dans lequel la relation bancaire est complétée par la présence de banquiers dans les conseils. Les avantages de ce contrôle sont d'autant plus importants que les marchés sont peu liquides, que la diffusion de l'information est peu répandue, les entreprises préférant le secret, et que les droits des minorités ne sont pas bien respectés. La protection légale des *stakeholders* justifie généralement la faiblesse relative de la communication d'informations financières.

Dans ce type de gouvernance continental, les investisseurs individuels ou même institutionnels sont plutôt passifs et ils délèguent éventuellement leurs droits de

(1) Contribution de D. Baudru au groupe de travail référencée en fin de chapitre.

vote aux banques, comme en Allemagne. En l'absence d'une protection légale suffisante des minorités, la situation des investisseurs dépend de l'existence de relations, non du droit. Enfin, l'un des mécanismes de ce mode de gouvernance est la construction de blocs d'actionnaires sur la base de participations croisées entre sociétés. Toutefois, les problèmes d'opacité que pose ce modèle ne sont pas étrangers à la montée du contrôle direct par les investisseurs institutionnels.

Dans une période où les entreprises font un appel croissant aux marchés de capitaux internationaux et où les participations croisées commencent à se défaire pour des raisons politiques, légales ou fiscales, la question se pose de savoir dans quelle mesure le modèle anglo-saxon, et notamment le contrôle direct par les investisseurs institutionnels, ne va pas s'imposer progressivement en Europe comme le modèle de référence.

Le problème qui est au cœur du choix d'un modèle de gouvernance est celui de la croissance économique et de l'emploi. De ce point de vue, tous les systèmes de gouvernance n'apportent pas des réponses identiques. L'accroissement de la productivité des entreprises suppose une attitude favorable des investisseurs à l'égard des investissements de croissance et des investissements en R & D. Cela appelle une stabilité relative de la détention des actions. Or, la détention des actions pour de longues périodes et la recherche de plus-values plutôt que de dividendes caractérisent moins les modèles de gouvernance anglo-saxons que les modèles européens. En réalité, dans les pays anglo-saxons comme en Europe continentale, les institutions financières, plus que les marchés d'actions, disposent des techniques et des tailles de portefeuille suffisantes pour prendre en charge les risques sur le long terme. La gouvernance par la relation de long terme est plus efficiente que la gouvernance par le marché d'actions au regard de ces objectifs. La crise actuelle des modèles classiques de gouvernance anglo-saxonne – qui relativise la protection dont jouissaient les actionnaires minoritaires – réactive l'idée d'un modèle de gouvernance européen qui conserverait certains traits spécifiques tout en assurant une meilleure protection des actionnaires.

Le rôle des investisseurs institutionnels dans la gouvernance et ses limites

La montée en puissance des investisseurs institutionnels, le développement de la gestion collective d'actifs dans les institutions financières et l'accroissement de la part des actions dans les portefeuilles de ces investisseurs caractérisent tous les pays. Ces tendances ne sont pas limitées aux seuls pays anglo-saxons. Elles ont favorisé l'émergence de normes de valeur actionnariale, encore renforcée par l'intensité concurrentielle des marchés. De fait, le rôle que jouent les

- Le rôle de la taille des pays, de la distance géographique... -

investisseurs institutionnels sur la gouvernance des entreprises repose sur leur capacité à faire prévaloir leurs propres critères de ce que doit être une bonne gouvernance d'entreprise. Il participe de ce que l'on appelle communément « l'activisme » des investisseurs.

Cinq critères sont généralement retenus par les investisseurs institutionnels pour évaluer la gouvernance (Boutillier et alii, 2001). Ils visent à s'assurer :

1°) De la qualité de l'information transmise aux actionnaires, ce qui implique l'indépendance des administrateurs et la conformité du système comptable aux règles anglo-saxonnes.

2°) De la protection des droits des actionnaires (une action, une voix, un dividende).

3°) De la séparation des fonctions de président et de directeur général et de la conformité des procédures de constitution des conseils et comités au principe d'indépendance.

4°) De l'absence de mesures de protection anti-OPA.

5°) De la publication des rémunérations des dirigeants et de la conformité des incitations financières des ces derniers à l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale (stock-options).

Ainsi, les investisseurs institutionnels peuvent contester des rémunérations excessives, dénoncer l'existence de protections anti-OPA ou le cumul des fonctions de président et de directeur, favoriser le départ de dirigeants peu efficaces, s'attacher les services d'administrateurs non dirigeants. Ils émettent aussi des codes de conduite pour les entreprises.

Mais, les investisseurs ne détenant généralement qu'une faible part des actions d'une société (moins de 5 %), l'efficacité de ce dispositif de contrôle dépend de l'impact qu'il peut exercer sur le vote des actionnaires. En d'autres termes, il tend à se heurter à la passivité traditionnelle des actionnaires. Il faut donc que puissent s'instaurer des collaborations entre actionnaires ne détenant que de faibles parts du capital. De plus, le succès de ce dispositif de contrôle dépend de pré-requis institutionnels, comme l'obligation de voter, les règles légales en matière de diffusion de l'information, notamment en ce qui concerne la publicité des rémunérations. Enfin, en Europe, il se heurte aussi naturellement à la concentration de l'actionnariat, encore relativement forte dans les tous pays,

hormis la Grande-Bretagne et les Pays-Bas, et qui ne caractérise pas seulement les entreprises familiales mais aussi les sociétés cotées (Boutillier et alii, 2001, chapitre 2).

Il est donc important de tenter de mesurer la portée réelle de l'activisme des investisseurs. Notons d'abord que l'on ne peut parler d'activisme que pour certaines catégories d'investisseurs institutionnels, les fonds de pension en particulier. L'activisme est plutôt rare chez les banques, les *mutual funds* ou les assurances. La plupart des gérants de fonds ne peuvent être caractérisés par ce trait de comportement. Ils préfèrent vendre (« voter avec leurs pieds ») plutôt que d'exercer réellement leurs droits de vote. L'activisme des fonds de pensions prend aussi des formes diverses qui varient selon le type de fonds ou leur mode de gestion ¹.

Les conclusions des travaux académiques qui ont tenté de vérifier l'impact de l'activisme des investisseurs institutionnels ² sont plutôt mitigées :

- d'un côté, elles tendent à montrer que les investisseurs peuvent avoir un impact sur les structures managériales. Ainsi, les efforts des investisseurs institutionnels pour inciter les managers à introduire des changements organisationnels par la négociation ont pu porter leurs fruits et se traduire par une augmentation de la valeur des actions ;
- de l'autre, il n'est pas clairement établi que l'activisme des investisseurs institutionnels ait un effet sur la rentabilité financière des entreprises. Certaines études ne trouvent aucun effet sur les rendements des titres. D'autres trouvent un effet à court terme mais pas à long terme. Certains travaux montrent que les fonds de pensions ne sont pas eux-mêmes incités à exercer une pression permanente sur les managers, la seule qui permette d'influencer la performance de long terme des entreprises. Leurs actions sont davantage tournées vers l'obtention de gains immédiats, comme ceux associés au contrôle des rémunérations. En revanche, dans le mode de gouvernance dominant en Europe, les investisseurs impliqués dans une relation de long terme disposent d'incitations qui les conduisent à exercer un contrôle permanent.

(1) Selon la contribution de D. Baudru au groupe de travail référencée en fin de chapitre.

(2) Voir Davis et Steil, 2001, pour une revue de ces travaux.

- Le rôle de la taille des pays, de la distance géographique... -

S'il est difficile de faire ressortir des résultats tranchés quant aux effets de la gouvernance au niveau micro-économique, l'institutionnalisation de l'épargne semble exercer des effets significatifs au niveau macro-économique. Ainsi, dans les pays anglo-saxons la part des institutionnels dans le capital est favorable à une plus forte distribution de dividendes, une réduction de l'investissement en capital fixe, en raison du contrôle exercé sur la rentabilité des projets d'investissement, et un accroissement de la productivité ¹.

Enfin, si le modèle de gouvernance directe apporte sans conteste des avantages en matière de diffusion de l'information et de contrôle des dirigeants, son efficacité dépend aussi des institutions légales et réglementaires, notamment en matière de droits et obligations des actionnaires, qui ne sont généralement pas celles que l'on rencontre dans les pays européens, y compris d'ailleurs la Grande-Bretagne. Une analyse des fondements de la différenciation des modèles de gouvernance montre d'ailleurs qu'il est difficile d'envisager une convergence des modèles anglo-saxons et européens. Mais cette analyse éclaire aussi sur les obstacles à franchir pour opposer au modèle anglo-saxon un autre modèle de gouvernance.

Les fondements de la différenciation des modèles de gouvernance

La coexistence de systèmes de gouvernance s'explique en fonction de trois grands facteurs ² :

- les facteurs juridiques,
- les facteurs politiques,
- les facteurs de concurrence sur les marchés de biens et services.

La levée progressive des obstacles correspondants peut donc apparaître comme un préalable à l'amélioration des modes de gouvernance d'entreprise en Europe.

Les facteurs juridiques

L'essentiel des différences entre les systèmes de gouvernance pourrait résulter d'abord des écarts dans les protections légales des dirigeants vis-à-vis des

(1) Voir Davis (2002).

(2) Selon la contribution de Jérôme Caby référencée en fin de chapitre.

investisseurs et dans l'interprétation des lois plus ou moins favorable aux créanciers et autres investisseurs ¹.

On peut distinguer trois traditions juridiques : anglo-saxonne (18 pays), civile française (21 pays) et civile germano-scandinave (10 pays), et examiner les différences entre pays en matière de protection des investisseurs et de qualité d'application des lois qui résultent de ces traditions comme facteurs pouvant expliquer les rôles respectifs des banques et des marchés de capitaux. On obtient le classement qualitatif résumé sur le tableau suivant.

Tableau 48
Les classements qualitatifs des traditions juridiques

	Protection légale des investisseurs	Application juridique +/- favorable
Tradition britannique	1	2
Tradition française	3	3
Tradition germano-scandinave	2	1

1 : très bon ; 2 : bon ; 3 : moyen

Ces résultats tendent à conforter l'hypothèse d'un arbitrage entre, d'une part, le degré de protection légale et la qualité de l'application des lois, la présence de gros actionnaires, de l'autre. La concentration de l'actionnariat est plus forte dans les pays de tradition juridique française. En moyenne, la concentration de l'actionnariat est liée inversement à la qualité des normes comptables, au degré de protection des investisseurs et au caractère favorable de l'application des lois pour ces derniers.

À partir de la géographie du capital des entreprises de 27 pays, on constate que :

- les entreprises au capital diffus sont mieux représentées dans les pays qui ont une bonne protection des actionnaires ;
- le contrôle familial est plus répandu dans les pays avec une faible protection des droits des actionnaires ;
- le contrôle par l'État des firmes cotées est plus répandu dans les pays où la protection des actionnaires est faible ;

(1) Selon les travaux de La Porta et alii (1998).

- Le rôle de la taille des pays, de la distance géographique... -

- le contrôle par les banques est également plus fréquent dans ces pays ;
- les noyaux d'actionnaires et les écarts à la règle « une action, une voix » sont plus fréquents dans ces pays ;
- les firmes avec un actionnaire de contrôle ont rarement d'autres actionnaires importants.

D'autres travaux montrent encore que les pratiques de transfert de bénéfices aux actionnaires de référence au détriment des actionnaires minoritaires sont plus aisées dans les pays de tradition civile que dans ceux de tradition jurisprudentielle. La distribution de dividendes est en revanche plus importante dans les pays où la protection des minoritaires est plus forte.

Les facteurs politiques

M.J. Roe (2000) apporte une explication en termes politiques aux différences de systèmes de gouvernance. Selon lui, c'est l'absence ou la présence d'un choix politique social-démocrate qui détermine la différenciation des modèles de gouvernance. L'Europe continentale, qui a été récemment gouvernée par des sociaux-démocrates, privilégie la sécurité de l'emploi et, par conséquent, propose des normes actionnariales plus faibles, ce qui se traduit par des coûts d'agence plus élevés. La concentration de l'actionnariat est alors, en l'absence d'autres incitations ou contraintes sur les décisions des dirigeants, le seul mode de gouvernance capable de réduire ces coûts. M.J. Roe (2000) a testé empiriquement ces assertions et vérifié une très forte corrélation entre la concentration du capital des grandes entreprises cotées et le positionnement politique (de gauche à droite) de 16 pays développés.

Pour Roe, l'explication politique prend donc le pas sur l'explication juridique. De nombreux pays, tels l'Allemagne et la France, ont de bonnes lois en matière de contrats et pourtant le nombre de sociétés cotées y a été ou y est encore relativement faible. Des lois favorables à l'actionnariat ne sont donc pas un pré-requis, comme l'exemple des États-Unis où de telles lois datent des années 1930 le montre. La loi est moins un déterminant du développement des institutions, comme les marchés et les grandes sociétés anonymes, que son résultat. En outre, une bonne protection juridique des actionnaires est en théorie possible dans les pays où l'actionnariat est concentré.

À l'appui des développements de M.J. Roe (2000), M. Pagano et P. Volpin (2000) avancent que le cœur du débat se situe entre la protection des investisseurs et celle des salariés. Selon ces auteurs, les États-Unis ou le Royaume-Uni privilégient la protection des investisseurs, ce qui entraîne un

actionnariat peu concentré et une faible sécurité de l'emploi, alors que les pays d'Europe continentale privilégient la sécurité de l'emploi. À l'appui de ces idées, les travaux empiriques de ces auteurs montrent que la protection des investisseurs et l'activité de fusions-acquisitions sont négativement corrélés à la sévérité de la législation du travail.

L'explication par la concurrence des marchés de biens et services

Cet autre argument a aussi été avancé par Roe (2001). Pour lui, la valeur actionnariale s'impose d'autant plus que les marchés de biens et services sont plus concurrentiels. Si la concurrence est imparfaite, les actionnaires sont mieux disposés à l'égard d'un objectif de maximisation de la valeur sociale. L'exercice du pouvoir de marché est plus facile et cela permet d'accroître les prix et de satisfaire l'objectif de valeur sociale. En revanche, quand la concurrence est forte, cette possibilité n'existe pas.

En Europe continentale, les marchés étaient moins concurrentiels, ce qui n'a pas incité à développer des normes de valeur actionnariale, contrairement aux États-Unis, où les marchés étaient plus concurrentiels.

Au total, il semble qu'il n'y ait pas de modèle de gouvernance supérieur aux autres et qu'il serait illusoire d'envisager une convergence complète des modèles de gouvernance.

Le développement du financement par actions dans les grandes entreprises favorise le contrôle par le marché des actions et l'intervention croissante, éventuellement directe, des actionnaires institutionnels. Les pratiques activistes de ces investisseurs résultent en grande partie des défaillances dans les systèmes d'information et de protection des actionnaires. Elles sont donc d'autant plus légitimes que ces défaillances sont importantes. Comme le soulignent La Porta et alii (1999), les différences de modes de gouvernance répondent à des différences des environnements légaux et réglementaires. L'activisme des investisseurs institutionnels s'accommode mal des dispositifs légaux et réglementaires des pays d'Europe continentale.

Sans donc viser à une convergence totale, des changements légaux et réglementaires devraient permettre d'améliorer la gouvernance d'entreprise en Europe, pour y assurer, notamment, une meilleure protection des actionnaires en général et des minoritaires en particulier, et de trouver ainsi une alternative au modèle anglo-saxon. Des évolutions en ce sens sont déjà perceptibles dans plusieurs pays européens, y compris en France.

Annexe au chapitre 5

Introduction aux modèles de mondialisation

Le schéma ci-après décrit une configuration possible de la mondialisation des capitaux conçue comme un jeu d'entreprise : les capitaux stratégiques tentent de créer des groupes d'envergure mondiale, les capitaux de portefeuille les accompagnent tout en visant leurs propres objectifs de rentabilité et de diversification géographique et indicielle. Ce modèle simple vise à éclaircir les effets de la taille des différents pays dans les investissements internationaux. D'une part, il permet d'explicitier les hypothèses sous-jacentes ; d'autre part, il met en évidence quelques conséquences intéressantes de ces hypothèses. Une fois posées les règles du jeu, un nombre presque illimité de configurations des périmètres des groupes peuvent en résulter, mais qui doivent toutes respecter les règles du jeu et certains équilibres macro-économiques.

Contrairement aux modèles gravitaires, la distance géographique entre les pays n'intervient pas explicitement. Tout au plus, les distances à l'intérieur d'un pays sont-elles considérées comme inférieures aux distances entre pays, et a fortiori aux distances intercontinentales. Les entreprises réalisent des investissements internationaux dans le seul but d'atteindre une taille optimale que l'étroitesse des ressources d'un pays et les règles nationales de la concurrence leur interdisent de réaliser autrement. Pour leur part, les fonds de portefeuille réalisent des placements internationaux dans le seul but de diversifier les risques. On admet, sans perte de généralité, que les balances de paiements nationales sont équilibrées.

Des modèles avec un ou deux types d'investisseurs. Dans des modèles plus simples (non illustrés ici), le capital est composé uniquement d'investissements directs, stables (contrôlant chacun plus de 10 % du capital des sociétés), et le jeu est dominé par les comportements de créations d'oligopoles de la part des investisseurs-entrepreneurs. Dans les modèles plus sophistiqués, des investissements de portefeuille accompagnent les investissements directs, et visent pour leur part à répartir les risques au mieux.

- Chapitre 5 -

CONFIGURATIONS D'INVESTISSEMENTS INTERNATIONAUX AVEC STRATEGIES D'OLIGOPOLE ET DE DIVERSIFICATION
CONSEQUENCES SUR L'IMPLANTATION ETRANGERE ET LE CONTRÔLE ETRANGER

Les rapports entre les PIB, le découpage sectoriel, la répartition entre capitaux directs et de portefeuille ne visent qu'à refléter approximativement la réalité.	Economies fermées aux investissements internationaux un D représente la valeur d'un investissement stratégique dans une activité et est nationalement identifié : France (fr), Europe (e), USA (us). Un P représente la même valeur en placements de portefeuille. Chaque activité est financée par D ou par D + 2 P. Les "patatoïdes" représentent les périmètres de groupes d'entreprises regroupant une ou plusieurs activités.			Economies ouvertes aux investissements étrangers directs et de portefeuille : constitution par les capitaux D de groupes de taille mondiale optimale - sous contrainte d'équilibre des balances de paiement nationales. La diversification géographique et indicielle des investissements de portefeuilles P contribue à cet équilibre des balances. Les groupes européens s'implantent préférentiellement en Europe, pour des raisons de proximité ou de choix politiques.		
	Autres pays européens (PIB = 2)	France (PIB = 1)	USA (PIB = 3)	Autres pays européens (PIB = 2)	France (PIB = 1)	USA (PIB = 3)
Secteur 1 (type verre). Taille critique : 1 activité - taille optimale : 4 activités - marché mondial - activités cotées						
Secteur 2 (type aéronautique). Taille critique : 2 activités - taille optimale : 6 activités - marché mondial - activités cotées						
Secteur 3 (type services aux particuliers). Taille critique : 1 activité - taille optimale : 2 activités - marché local - activités non cotées (pas d'investissements de portefeuille)						
Capital territorial total	16D + 16P (32 unités monétaires)	8D + 8P (16 unités monétaires)	24D + 24P (48 unités monétaires)	16D + 16P (32 unités monétaires)	8D + 8P (16 unités monétaires)	24D + 24P (48 unités monétaires)
Capital étranger sur le territoire (IDE et IPE)	0	0	0	6D + 10P (16 unités monétaires)	4D + 6P (10 unités monétaires)	2C - 11P (13 unités monétaires)
Taux d'implantation étrangère en capital	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	62,5%	27,1%
Taux de contrôle étranger en nombre d'activités.	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%	12,5%
Taux de contrôle intercontinental en nombre d'activités.	0,0%		0,0%	12,5%		12,5%

Conclusions : la diversification géographique des investissements entraîne une relation inverse entre implantation étrangère et PIB. Dans une relation bilatérale, si un PIB étranger vaut k fois le PIB français, la pénétration des capitaux de ce pays en France serait de $k/2(k+1)\%$. Mais dans les relations multilatérales, l'effet de taille est estompé : les pays européens sont tous petits par rapport au reste du monde. Ainsi, la pénétration étrangère est de 62% en France et de 50% dans le reste de l'Europe, supposé deux fois plus grand. L'effet taille explique par contre très bien que les USA et l'Union européenne soient moins pénétrés par les capitaux transcontinentaux. Enfin, un pays très pénétré en terme de capital étranger peut néanmoins conserver une plus grande part de ses activités : les capitaux étrangers représentent ici 62% de la capitalisation en France, mais seulement 50% du contrôle économique. Les décideurs français Dfr ont trouvé des partenaires minoritaires Dus et De qui leur permettent de contrôler deux grands groupes industriels.

- Le rôle de la taille des pays, de la distance géographique... -

Description des paramètres des deux modèles. Les paramètres essentiels de ces modèles sont : les tailles des pays, les tailles critiques ou optimales des entreprises, les comportements des investisseurs-entrepreneurs majoritaires ou minoritaires, les comportements des gestionnaires de portefeuilles financiers, le type de construction européenne.

Description des situations initiales. Avant l'ouverture des économies aux *IDE* (investissements directs étrangers) et éventuellement aux *IPE* (investissements de portefeuilles étrangers), les groupes d'entreprises ont organisé au mieux les activités et les gestionnaires ont réparti les fonds dans toutes les sociétés cotées. Si cela n'a pas été fait, d'importantes F & A nationales prendront le pas sur les F & A internationales. Les taux de rentabilité sont identiques dans tous les secteurs et dans tous les pays. Les autorités nationales de la concurrence ont interdit tout monopole local, et certains groupes souffrent en conséquence d'une taille sous-optimale pour répondre aux marchés mondiaux de marchandises, lesquels sont supposés déjà ouverts.

Des variantes liées à l'Europe. De premiers jeux (non illustrés ici) permettent d'examiner les conséquences de l'ouverture du seul pays moyen aux investissements du grand pays avec ou sans investissements d'investissements étrangers. Dans les jeux suivants, tous les pays européens se sont ouverts : la constitution des oligopoles internationaux épouse alors la géographie préexistante des activités, à l'avantage éventuellement du grand pays. Dans la configuration illustrée par le schéma, les bâtisseurs d'empires européens accordent une préférence aux constructions trans-européennes, ce qui peut résulter d'une préférence politique ou refléter simplement les moindres coûts liés aux distances économiques intra-européennes.

Le monde des modèles. Le monde est composé de 2 pays « France » et « États-Unis » et d'un groupe d'autres pays européens. Le PIB mondial est généré par 48 activités économiques réparties en 3 secteurs d'activités et organisées en groupes d'entreprises. Les activités ont toutes la même intensité capitaliste dans les jeux avec investissements stratégiques seulement, avec un capital égal à D unités monétaires. Dans les jeux avec IPE, les activités des deux premiers secteurs apparaissent trois fois plus capitalistes que celles du dernier secteur, avec un capital égal à une unité monétaire d'investissement direct (indiquée par D) et deux unités monétaires d'investissements de portefeuilles (indiquées par 2P). On suppose qu'en valeur $D = P$. Les distances aux marchés n'interviennent qu'implicitement, d'une part par la priorité donnée aux F & A nationales, d'autre part par la taille optimale des groupes qui les

obligent à se répartir géographiquement entre les pays, donc plus près des marchés.

Description des pays. Le pays européen « moyen », dont la taille lui permet d'abriter 8 activités seulement, mais recouvrant les trois secteurs existants et un « grand pays » (3 fois plus grand que le pays moyen, avec 24 activités). Ce pays est désigné comme « France ». Le groupe des « autres pays européens » est deux fois plus grand que le pays moyen. Autrement dit, l'union des pays européens serait aussi riche en activités que le grand pays. D'un pays à l'autre, l'épargne nationale est par hypothèse proportionnelle aux PIB. La préférence pour les actions de type c ou p est partout la même : autrement dit, l'esprit d'entreprise est également réparti. On n'envisage pas d'autres formes de placement, comme les obligations.

Description des secteurs. Le secteur 1 (type Verre) se caractérise par un marché mondial et des activités cotées, une taille critique égale à 1 activité et une taille optimale de 4 activités : un groupe d'entreprises peut survivre avec une seule activité, mais n'atteindra pas le maximum de compétitivité s'il est composé de moins ou de plus de 4 activités ; le secteur 2 (type Aéronautique) se caractérise par un marché mondial et des activités cotées, une taille critique de 2 activités et une taille optimale de 6 activités (correspondant à un duopole mondial) ; le secteur 3 (type Services aux particuliers) se caractérise par un marché local, des entreprises purement familiales ou en tout cas fermées aux IPE, une taille critique de 1 activité et une taille optimale de 2 activités seulement. Dans les modèles avec fonds de portefeuilles, ce secteur est également moins capitalistique.

Comportements oligopolistiques. Au moment de l'ouverture aux IDE, certains groupes lancent des OPA raisonnables, puisqu'elles visent à constituer des groupes de taille optimale. Une fois constitué, le groupe est définitivement configuré. Les investisseurs des activités cibles peuvent rester dans le nouveau groupe, en tant que minoritaires, ou racheter un groupe de moindre ampleur en termes d'activités contrôlées. Généralement, les investisseurs entrepreneurs d'une même nationalité préfèrent participer ensemble à la création d'un même oligopole, d'où il résulte que l'on peut définir une « nationalité » d'un groupe par la nationalité majoritaire parmi les investissements directs. Pour simplifier les JV de type 50/50 ont été exclus du jeu.

Comportement des investisseurs en portefeuilles. Les OPA internationales peuvent à court terme être favorisées par des fonds de portefeuille de la même nationalité ou par des fonds situés à l'étranger. Mais, in fine, les fonds de

- Le rôle de la taille des pays, de la distance géographique... -

portefeuille n'ont pas une influence décisive sur la configuration des oligopoles. En effet, les taux de rentabilité étant égaux, ils ne visent qu'à répartir au maximum leurs placements entre les pays et entre les entreprises. Leurs placements dans un pays donné est proportionnel au PIB de ce dernier. Il en résulte que dans tout pays, la valeur des placements des diverses origines est stable au travers de toute solution au jeu. Cette contrainte limite grandement l'influence des fonds de placement, comme le montre vite l'expérience du jeu. Avec une hypothèse supplémentaire d'équilibre des balances de paiements nationales (en général l'essentiel du financement d'un pays est national), la stabilité des p entraîne la stabilité des c .

Composition du capital investi sur le territoire du pays moyen. Concrètement, dans le pays moyen, le capital stable investi sur le territoire sera toujours de 8D, et le capital investi en portefeuilles vaudra toujours 8P. Par contre, la répartition nationale des 8D de capitaux stables peut grandement varier selon les choix des entrepreneurs, tandis que la répartition nationale des 8P de capitaux de placement reste invariable : 2P nationaux, 2P des autres pays européens, 4P en provenance du grand pays « États-Unis ».

Des quelques configurations emblématiques qui ont résulté des « jeux », et en particulier la configuration illustrée ici, on peut tirer les conclusions suivantes :

1) **Mesures du contrôle étranger.** Les taux de participation étrangère dans le capital social d'un pays et le taux de contrôle étranger sur sa production sont deux grandeurs assez peu corrélées.

2) **L'effet de la taille des pays partenaires.** L'influence de la taille respective des pays dans les taux de pénétration est bien mise en évidence dans les jeux les plus simples. En principe, un pays de dimension 1 face à un grand pays de dimension k est pénétré par les IDE à un taux de $k/(k+1)\%$, soit k fois plus que le grand pays. Cela est effectivement observé dans les jeux les plus simples. Comme la moitié des activités ne participent pas à la mondialisation dans ces cas, le taux de pénétration étrangère est de $k/2(k+1)\%$, soit 37,5 % pour le pays moyen. Mais cet effet taille est amorti par les autres paramètres, et peut même être inversé dans certains cas.

3) **Les limites de l'effet de la taille des pays.** Tout d'abord, la formule précédente n'est valable que dans le cas de contrôle à 100 % des filiales à l'étranger. Quand les capitaux cibles des OPA participent au capital du nouveau groupe, dans une position minoritaire, les taux de participation et de contrôle

divergent. Ensuite, des investisseurs devenus minoritaires peuvent contre-attaquer sur d'autres activités, créant des configurations avec des taux de participation et de contrôle très variés. Dans le cas le plus général (possibilité de capitaux stables minoritaires, ouverture du capital dans tous les secteurs), les taux de participation étrangère et de contrôle étranger sur la production dépendent des choix des entrepreneurs et sont donc indéterminés à l'intérieur d'une plage importante (non spécifiée ici). Comme ces comportements ne sont pas empiriquement connus, on peut affirmer simplement qu'il existe une proportionnalité floue entre les taux de pénétration étrangère et la taille du pays partenaire à l'origine des investissements étrangers.

4) **Effets sur la spécialisation sectorielle.** L'ouverture aux IDE ne conduit pas seulement à un taux de contrôle plus élevé dans les pays moyens que dans les plus grands pays, mais à une spécialisation particulière. Les capitaux du pays moyen sont éjectés des secteurs dont la taille optimale est la plus importante, ne conservent que quelques positions dans les secteurs d'envergure intermédiaire, et tendent à se spécialiser dans les activités de plus faible envergure. Contrairement aux modèles classiques de spécialisation internationale, cette spécialisation ne concerne que les capitaux, et non les activités elles-mêmes. Le modèle présenté ne permet pas en lui-même d'envisager les conséquences sur la spécialisation économique du pays.

5) **Les fonds de portefeuilles.** Les fonds de portefeuilles contribuent à élever et à homogénéiser vers le haut les taux de participation étrangère dans le capital social. Ils tirent effectivement les taux vers le seuil des $k/(k+1)\%$, mais leur action est limitée par l'existence d'entreprises familiales fermées. D'autre part, ils n'influencent pas à long terme les taux de contrôle étranger sur la production, sous réserve qu'ils soient également répartis entre les pays, ce qui semble bien être le cas : les fonds de pension anglo-saxons correspondent aux OPCVM continentaux.

6) **L'ouverture à l'Europe.** L'ouverture des autres pays européens au jeu des IDE élève les taux de pénétration observés dans le pays moyen et dans le grand pays, ainsi que le taux moyen du contrôle étranger en Europe. Un comportement de préférence européenne ne modifie pas les taux de pénétration et de contrôle dans chacun des pays, mais abaisse par contre très significativement les taux de pénétration et de contrôle réciproques entre le grand pays et l'Europe dans son ensemble. Ceci semble bien correspondre à la réalité observée.

- Le rôle de la taille des pays, de la distance géographique... -

7) **Les effets d'échelle.** Quelles que soient les préférences européennes, et la configuration finale des oligopoles, l'ouverture des pays aux IDE leur permet d'obtenir la taille mondiale optimale, ce qui permet une amélioration économique d'ensemble par des économies d'échelle ou d'envergure.

- Chapitre 5 -

Contributions ¹ :

BAUDRU Daniel (LEREPS) : « Les investisseurs internationaux : éléments de synthèse » (séance du 8 janvier 2002).

CABY Jérôme (université de Paris-I – IAE) : « Une revue de littérature sur la gouvernance d'entreprise comparée » (séance du 30 janvier 2002).

DIERX Adriaan, ILZKOVITZ Fabienne et SEKKAT Khalid (Commission européenne) : « European Integration and the Functioning of Product Markets : Selected Issues » (séance du 3 avril 2002).

MAGNIER Véronique (université de Paris-Sud) : « Les aspects juridiques de la mondialisation » (séance du 7 mai 2002).

MATHIEU Edouard (AFII) : « Annexe sur la modélisation de la mondialisation ».

PAJOT Michael (Direction de la Prévision) : « Encadré sur les modèles gravitationnels ».

Références :

ALLEN (F.) et GALE (D.), *Comparing Financial Systems*, MIT Press, 1999.

ALPHONSE (P.), DUCRET (J.) et SEVERIN (E.), *Le financement des PME aux États-Unis et en France : une analyse comparative*, rapport préliminaire au Commissariat général du Plan, septembre 2001.

BRENDER (A.) et PISANI (F.), *Les marchés et croissance*, Economica, 2001.

BOYER (R.), *Le politique à l'ère de la mondialisation et de la finance : le point sur quelques recherches régulationnistes*, CEPREMAP, n° 9820, novembre 1998.

(1) Les contributions sont disponibles auprès de Patricia Germain (pgermain@plan.gouv.fr).

- Le rôle de la taille des pays, de la distance géographique... -

BOYER (R.), *État, marche et développement : une nouvelle synthèse pour le XXI^e siècle ?*, CEPREMAP, n° 9907, juin 1999.

BOUTILLIER (M.) et GEOFFRON (P.), *Vers une convergence des systèmes de gouvernement d'entreprise en Europe ?*, rapport pour le Commissariat général du Plan, décembre 2001.

BUCH (C.), « Why Do Banks Go Abroad ? Evidence from German Data », *Journal of Financial Markets, Instruments and Institutions*, vol. 9, 2000.

BUCH (C.), *Information and Regulation : What is driving the International Activities of commercial Banks*, Kiel Institute of World Economics, document de travail, n° 1011, novembre 2000.

BUCH (C.), *Distance and International Banking*, Kiel Institute of World Economics, septembre 2001.

CENTRE D'OBSERVATION ECONOMIQUE, *Les entreprises françaises 2002*, sous la direction de Christian de Boissieu, Economica, 2002.

CHARZAT (M.), *Rapport au Premier ministre sur l'attractivité du territoire français*, juillet 2001.

DAVYDOFF (D.) et MPACKO PRISO (A.), *Le financement des entreprises non financières en Europe et aux États-Unis, 1995-2000*, Observatoire de l'épargne européenne, étude menée pour le compte du Commissariat général du Plan, 2002.

DAHL (D.) et SCHRIEVES (R.-E.), « The Extension of International Credit by US Banks : a Disaggregated Analysis, 1988-1994 », *Journal of International Money and Finance*, vol. 18., 1999.

DAVIS (P.) et STEIL (B.), *Institutional Investors*, MIT Press, 2001.

DAVIS (P.), *Institutional Investors, Corporate Governance, and the Performance of the Corporate Sector*, Discussion paper n° 02-05, Pensions Institute, Birbeck College, Londres, 2002.

- Chapitre 5 -

FERRAND (A.), « Mondialisation : réagir ou subir ? La France face à l'expatriation des compétences, des capitaux et des entreprises », *Les Rapports du Sénat*, n° 386, 2000-2001.

FOCCARELLI (D.) et POZZOLO (A.-F.), *The Determinants of Cross-Borders Bank Shareholdings : An Analysis with Bank-Level Data from OECD Countries*, Banca de Italia, 1999.

GHOSH (S.) et WOLF (H.), *Proximity Bias in International Capital Flows*, The World Bank and NBER, 2001.

INSEE, « Intégration économique et localisation des entreprises », *Économie et Statistique*, n° 326-327, 1999.

KRAAY (A.), LOAYA (N.), SERVEN (L.) et VENTURA (J.), *Country Portfolios*, NBER, document de travail, n° 7795, juillet 2000.

LAVENIR (F.) et alii, *L'entreprise et l'hexagone*, rapport de l'Inspection générale des Finances, septembre 2000.

LEWIS (K.), « Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption », *Journal of Economic Literature*, vol. 37, 1999.

MONGIN (O.), « Du capitalisme fordiste au capitalisme patrimonial », introduction aux travaux de Michel Aglietta, *Esprit*, novembre 1998.

PEYRELEVADE (J.) et JEAMBAR (D.), *La République silencieuse*, Plon, 2002.

PORTES (R.) et REY (H.), *The Determinants of Cross-Borders Equity Flows*, NBER, document de travail, n° 7336, Cambridge, États-Unis, 1999.

VELTZ (P.), *Le nouveau monde industriel*, Éditions Gallimard, 2000.

Conclusion

Trois interrogations sous-tendent principalement les travaux du groupe « Mondialisation et recomposition du capital des sociétés européennes » : Faut-il s'inquiéter de l'importance prise par les capitaux étrangers dans les entreprises françaises ? Dans quelle mesure l'émergence de groupes européens offre-t-elle une alternative à cette pénétration étrangère ? Le cas échéant, quelles sont les mesures susceptibles de consolider ce pôle européen ? Sans être exhaustif, le rapport apporte quelques éclairages et quelques réponses.

1) La forte internationalisation du capital des entreprises françaises est indissociable de leurs ambitions mondiales.

a) **La présence des non-résidents dans le capital des entreprises françaises se situe actuellement dans le haut de la fourchette en Europe** avec une croissance remarquable à partir de 1995, notamment pour les sociétés cotées.

En effet, la France a depuis longtemps pratiqué une politique d'ouverture. Certains pays traditionnellement plus fermés comme le Japon, ou dans une moindre mesure l'Allemagne, se sont engagés plus récemment dans cette voie, ce qui conduit à augmenter le taux de pénétration étrangère dans le capital de leurs entreprises.

Ainsi, le taux de détention du capital des entreprises françaises par les non-résidents augmente régulièrement. Il atteint, à la fin 2000, 27 % pour l'ensemble des sociétés françaises, et 36 % du capital des sociétés cotées. Les entreprises françaises sont ainsi plus pénétrées que leurs homologues des grands pays européens, à l'exception du Royaume-Uni. Le développement rapide du marché des actions en France, les privatisations et l'éclatement des noyaux durs ont contribué à cette pénétration.

- Conclusion -

b) La pénétration étrangère en France ne doit pas être considérée comme un tout homogène. Il faut distinguer entre les investissements directs et les investissements en portefeuille, même si la présence étrangère est importante dans ces deux formes d'investissement. En effet, les logiques et les conséquences économiques sont différentes.

Les premiers participent directement aux prises de décisions stratégiques, tandis que les seconds ont une fonction de financement des entreprises en échange d'une exigence de rentabilité. C'est l'importance des premiers qui compte en termes de centres de décision. Les seconds interviennent dans la capacité de financement autonome des pays. La pénétration étrangère dans le capital des sociétés française n'implique donc pas nécessairement un contrôle étranger sur les activités économiques.

Si les investissements directs restent prépondérants, la part des investissements de portefeuille progresse fortement dans les années 1990 et atteint déjà 42 % en 1999. Les investisseurs institutionnels placent ainsi dans les entreprises l'épargne financière des ménages, qui a connu une rapide croissance durant la dernière décennie.

Les investissements étrangers en portefeuille se sont développés dans tous les pays avec les politiques de libéralisation financière et le développement de la part des actions dans les portefeuilles des ménages. Ils suivent une logique financière qui les conduit à une diversification internationale des risques. La part relative des non-résidents dans l'encours total des actions est relativement importante en France et au Royaume-Uni. Le grand degré d'ouverture de ces deux pays aux investissements de portefeuilles étrangers témoigne du fait que l'on ne peut développer le financement des entreprises nationales sans faire appel aux capitaux étrangers dans un pays de taille moyenne. Néanmoins, dans tous les grands et moyens pays, les actions étrangères ne représentent encore qu'une faible part des portefeuilles d'actifs financiers des agents domestiques, hors institutions financières (banques et assurances). La préférence pour les actifs financiers nationaux ne recule que très lentement.

Quoique nécessaire, la séparation en deux types d'investissements doit être nuancée. Tout d'abord, cette catégorisation des deux types d'investissements repose sur un seuil conventionnel de 10 % de contrôle qui ne rend pas toute la variété des comportements. Ensuite, une part des investissements étrangers de portefeuille est la contrepartie des efforts d'investissements français à l'étranger qui ont été financés par échange d'actions. Enfin, tous ces investissements ont en commun d'être générateurs à terme de flux réguliers de revenus.

c) Le contrôle des activités productives par les groupes étrangers est souvent sous-estimé. En fait, l'implantation étrangère en France est plus forte que ne l'indiquent les statistiques des stocks d'investissements directs. Les investissements directs étrangers sont pour l'essentiel des fusions ou acquisitions transfrontières opérées par des groupes qui modifient ainsi leur périmètre d'activités et acquièrent de nouvelles filiales. Dans l'organisation des groupes, les holdings et filiales de premier rang contrôlent ainsi toute une cascade de filiales de rang inférieur. Or les statistiques de balance des paiements sont fondées, dans la plupart des pays, sur les seules filiales de premier rang. En France, les travaux récents ont révélé que l'emploi total des groupes étrangers est deux fois plus élevé que dans leurs seules filiales de premier rang. On estime que les groupes étrangers emploient en France environ 1,7 million de salariés dont la moitié dans l'industrie.

Cette organisation en groupes permet des économies en capital pour la maison mère étrangère. La contrepartie consiste à faire une place aux investisseurs minoritaires et à répondre à leurs exigences de rentabilité.

d) La pénétration étrangère dans le capital des entreprises françaises doit être relativisée, d'une part, par la forte présence des entreprises françaises à l'étranger et, d'autre part, par le poids des sociétés à caractère familial dans le système productif français.

Les entreprises françaises ont beaucoup investi à l'étranger depuis 1980.

De 1945 jusqu'au milieu des années 1960, la France a surtout été un pays d'accueil pour les investissements directs. Progressivement, ses entreprises se développent à l'international, mais la France continue jusqu'à la fin des années 1970 d'accueillir plus d'investissements directs qu'elle en exporte. À partir de 1980, elle devient au contraire un pays investisseur net, mais sans que ce déficit entre les flux croisés soit plus marqué que l'excédent qui régnait auparavant. Deux périodes font exception : la fin des années 1980 et la fin des années 1990, quand les firmes françaises dynamisent brusquement leur développement international par de grandes opérations de fusions et acquisitions. Le déficit des investissements directs se creuse alors dans la balance des paiements, avec pour contrepartie un afflux d'investissements étrangers en portefeuilles et en dépôts-crédits.

- Conclusion -

Au global, la France est un exportateur net de capitaux, mais le déficit est la plupart du temps acceptable relativement à l'importance des flux entrants et sortants. Autrement dit, **la France est un pays « carrefour » pour les investissements directs internationaux** : les flux sortants et entrants sont importants. Deux années ont fait exception, en 1999 et 2000, notamment par les investissements à l'étranger de France Télécom et de Vivendi. Les années 2001-2002 semblent ramener la France dans sa situation habituelle de « carrefour » des investissements directs.

La position continuelle d'exportateur net de capitaux a fini par entraîner un déséquilibre important entre l'emploi contrôlé par les sociétés françaises à l'étranger et les emplois dans les implantations étrangères en France.

Jusqu'au milieu des années 1990, les entreprises françaises contrôlaient à l'étranger un nombre d'emplois du même ordre de grandeur que celui que les entreprises étrangères contrôlaient en France. Mais depuis la vague de fusions et acquisitions de la fin des années 1990, les sociétés françaises contrôlent beaucoup plus d'emplois à l'étranger. Elles emploieraient 3,5 millions de personnes dans leurs filiales étrangères, tandis que l'emploi total sous contrôle étranger en France est évalué à moins de 2 millions de salariés. Au-delà des imprécisions statistiques, cette présence française à l'étranger offre une contrepartie à la perte de contrôle dans le capital des entreprises françaises. Pour une bonne comparaison, cependant, il serait nécessaire d'harmoniser les sources.

Par ailleurs, les entreprises familiales conservent une place prépondérante dans l'économie française dont elles génèrent plus de la moitié de l'activité. Ce contrôle familial n'est pas antinomique avec la présence d'investisseurs institutionnels étrangers.

Les familles propriétaires possèdent généralement un bloc de contrôle qui leur permet de diriger l'entreprise. La présence des investisseurs étrangers s'explique parce que ces entreprises présentent souvent de bons résultats économiques et offrent, en général, aux actionnaires, un rendement des fonds propres supérieur à la moyenne. Cependant, leur moindre recours à l'endettement les prive d'un levier favorable à une performance maximale. Ces caractéristiques les désignent comme des cibles avantageuses pour les investisseurs externes. Les problèmes fiscaux spécifiques qu'elles rencontrent, notamment lors de la transmission, accroissent leur vulnérabilité au rachat, souvent par des groupes étrangers.

e) Une forte pénétration étrangère dans le capital des sociétés n'est pas étonnante dans un pays de taille moyenne comme la France.

La taille d'un pays est un des premiers facteurs dans l'explication de la pénétration étrangère par les non-résidents. En effet, dans l'hypothèse d'un équilibre de balance des paiements entre deux pays, plus un pays est petit, plus il est pénétré. Cependant, les balances des capitaux sont rarement équilibrées, et tous les pays européens peuvent être considérés comme petits face à la masse des capitaux mondiaux. Ce qui fait que la relation observée entre la taille d'un pays et le degré de pénétration étrangère est assez floue. Les grandes zones économiques comme les États-Unis ou l'Union européenne considérée globalement sont peu pénétrées par les capitaux extérieurs, relativement à leur taille. Les petits et moyens pays, par contre, restent exposés à cet effet. Les caractéristiques de la France, à la fois comme pays moyen et comme pays dont les investissements directs entrants et sortants sont équilibrés sur longue période, peuvent expliquer le taux relativement élevé de la présence étrangère.

f) La pénétration étrangère a des conséquences économiques positives pour l'économie. Celles-ci sont toutefois difficiles à mesurer. Elles résultent a priori d'une meilleure allocation du capital, d'une augmentation des gains d'efficacité que l'on trouve dans les grands groupes et d'une spécialisation sectorielle ou fonctionnelle des unités de production. L'observation tend à valider ces idées.

Les fonds de portefeuille institutionnels étrangers apportent un financement important à l'économie française. Les conséquences économiques de leur exigence de rentabilité élevée ne peuvent être observées qu'au travers les décisions effectivement prises par les entreprises. Ce type d'études reste à développer. De premières indications font état d'une réelle augmentation de la rentabilité, de la productivité et d'une gestion plus réactive de l'emploi.

L'influence économique des capitaux étrangers a surtout été appréhendée par l'examen des performances des filiales en France des groupes étrangers. Celles-ci sont souvent supérieures à celles des sociétés à capitaux domestiques. Cela s'explique par leur implantation dans des activités de forte valeur ajoutée, par le transfert des innovations de la maison mère, par leur appartenance à un réseau international. Les groupes français ont d'ailleurs des résultats similaires pour leurs filiales.

La question de l'impact des investissements étrangers sur l'emploi est à distinguer de la simple modification des périmètres des groupes. En raison de

- Conclusion -

l'importance des rachats d'entreprises par les non-résidents, l'emploi sous contrôle étranger augmente dans tous les pays, ce qui est un indicateur de la croissance de la pénétration étrangère, mais pas de la création d'emplois. Les études disponibles montrent cependant qu'il existe généralement une relation positive entre investissements directs étrangers et croissance de l'emploi dans le pays hôte. D'après les estimations de l'Agence française pour les investissements internationaux, plus de 220 000 emplois directs ont été créés en France par les multinationales étrangères entre 1993 et 2001. Une étude régionale concernant la Lorraine a confirmé l'impact positif des investissements étrangers sur l'emploi.

Malheureusement, la mondialisation s'accompagne également de plans sociaux. En 2002-2003, plusieurs dossiers brûlants comme celui de Metaleurop (Pas-de-Calais), Daewoo (Lorraine), ACT (Angers), défraient la chronique. Dans les années qui viennent, d'autres usines fermeront et des emplois disparaîtront. Ces événements correspondent à des redistributions de cartes au sein des groupes industriels. Les moyens d'actions paraissent limités. Il serait nécessaire de réfléchir aux moyens d'encadrer ces plans sociaux.

En dehors de ces effets constatés sur l'emploi, les investissements étrangers en France contribuent à l'augmentation du volume du capital, à la diffusion de nouvelles expertises de gestion, à l'ouverture réciproque des marchés des partenaires et à l'apport de technologies.

2) La construction de l'espace économique européen permet aux entreprises françaises d'élargir leur base de développement dans la compétition mondiale. Mais comme la plupart des entreprises européennes, elles restent attachées à leurs spécificités nationales.

La taille des opérations d'investissements rend le marché domestique trop étroit et oblige donc les entreprises et les institutions financières à se placer au niveau européen. Les entreprises françaises ont ainsi élargi leurs bases européennes, et symétriquement, de nombreuses entreprises européennes ont accru leur présence en France. Les fusions et acquisitions transfrontières ont ainsi contribué à l'intégration de l'appareil productif au niveau européen.

a) Les capitaux européens représentent une part prépondérante de la présence étrangère en France, comme dans la plupart des pays européens. Quelques groupes réellement européens se sont formés, comme STMicroelectronics, Aventis ou EADS. En dehors de ces cas minoritaires, la nationalité d'origine reste prégnante : l'europeanisation s'est faite plutôt par des

implantations croisées. Mais dans tous les cas, l'espace des entreprises est désormais au moins européen et leur compétitivité passe par un environnement économique et financier favorable dans l'ensemble de la zone Europe.

Le large mouvement de recomposition du capital des sociétés, observé entre 1990 et 2001, a renouvelé la question de l'ancrage territorial des multinationales. De toute façon, la consolidation de l'appareil productif a trouvé ses limites au niveau national : la part des opérations de fusions et acquisitions entre opérateurs d'un même pays tend à se réduire et ne représente plus désormais que la moitié des opérations ayant pour cibles des sociétés européennes. Seules les acquisitions d'un montant modeste restent en majorité domestiques. Cette tendance au développement des rachats transfrontaliers s'est accentuée au cours de la dernière décennie, particulièrement en Allemagne – qui ainsi rattrape son retard – et dans les pays nordiques.

Quand une entreprise n'est pas rachetée par un investisseur du même pays, elle a 70 % de chances d'être acquise par un groupe européen et 30 % par un non-européen. Le poids des investissements transfrontières européens dans le capital social des entreprises françaises est assez stable depuis une dizaine d'années. L'impulsion récente donnée par l'euro aux échanges intra-européens a permis de consolider ce pourcentage. Dans l'industrie manufacturière, la part de l'emploi contrôlé par les entreprises européennes est stable depuis même 30 ans, autour de 60 % des emplois des filiales étrangères. Ce pourcentage élevé, qui s'explique largement par des effets de proximité, pourrait encore augmenter sous l'effet des récentes fusions-acquisitions intra-européennes.

b) Cependant, dans la période récente, européanisation et mondialisation ont progressé de pair, l'échelle européenne elle-même ne suffisant plus dans de nombreux cas. Ces stratégies d'expansion internationale ont plutôt visé à renforcer les cœurs de métier, ce qui impliquait une expansion mondiale, plutôt qu'à constituer des conglomérats à la seule échelle européenne.

Mais l'européanisation du capital des entreprises ne suffit pas à assurer le développement économique des entreprises européennes : celles-ci se mondialisent aussi rapidement qu'elles s'européanisent. Au cours des années 1990, leurs acquisitions se sont faites pour plus de la moitié hors d'Europe. Ici encore, les opérations de moins de 10 millions se singularisent. La part de l'Amérique du Nord est nettement moins importante pour les acquisitions de petit montant, ce qui témoigne du lien entre les progrès de la mondialisation et la croissance des montants financiers exigés. Les petites opérations

- Conclusion -

comprennent en particulier un grand nombre d'opérations de sociétés allemandes et italiennes en Europe de l'Est, ce qui à terme renforcera l'eupéanisation du fait de l'adhésion à l'Union européenne de certains de ces pays. Les opérations de moindre montant concernent aussi de nombreuses opérations espagnoles en Amérique du Sud, témoignant de l'influence des proximités culturelles et linguistiques.

c) La diversification géographique des investissements à l'étranger s'explique en partie par les stratégies de recentrage sur les principaux métiers de l'entreprise. En effet, les acquisitions des entreprises européennes sont largement motivées par cette logique de spécialisation. Globalement, 69 % des montants investis par les acquéreurs européens sont destinés à acquérir des sociétés appartenant au même secteur d'activité. La proportion est de 63 % dans les opérations dont les cibles sont européennes. Mais selon les pays et les marchés, les motifs de spécialisation ou de diversification dominent plus ou moins les opérations de croissance externe : les entreprises ont adopté plutôt une stratégie de diversification sur leur marché national et une stratégie de développement à l'international dans leur métier d'origine.

3) La consolidation du pôle européen passe par la levée de barrières institutionnelles.

De nombreux facteurs peuvent expliquer la forte croissance de l'investissement international. Le rapport a mis en évidence les effets de la taille relative des pays et des distances qui les séparent, ainsi que le rôle des facteurs institutionnels, comme la gouvernance d'entreprises et les pratiques en matière de contrôle, comme l'existence d'un bloc d'actionnaires, le droit et la jurisprudence, et enfin la fiscalité. D'autres facteurs importants ont été fortement documentés ailleurs, tels que la réduction sensible des obstacles et restrictions aux investissements internationaux, la libéralisation de nombreux secteurs économiques, les innovations financières, les progrès techniques dans les télécommunications et la transformation des firmes en réseaux.

a) Pendant longtemps, la proximité géographique a suffi pour favoriser l'émergence de groupes européens. Par les implantations croisées et l'émergence d'entreprises ancrées en Europe, un pôle économique européen s'est véritablement constitué, en particulier dans la dernière décennie marquée par le Marché unique et l'euro.

La distance géographique joue un rôle évident dans les marchés de biens et services, en raison des coûts de fret. Par contre, pour l'investissement des

capitaux internationaux, à cette distance géographique s'ajoute aussi l'existence de barrières culturelles, de coûts de transaction et d'asymétries d'information, entraînant une augmentation des coûts d'information qui tend à réduire les échanges transfrontières et à freiner la demande de titres étrangers par les investisseurs domestiques. En matière de transactions financières, la préférence nationale (« home bias ») demeure encore assez forte. Mais, en raison de la révolution des technologies de l'information et de la levée de certaines barrières réglementaires, ce rôle de la distance comme déterminant des investissements a diminué, en particulier pour les investissements de portefeuille. Ce facteur semble avoir joué davantage pour les opérations transatlantiques que pour les opérations entre pays européens. Les opérateurs européens ont en fait profité de cette diminution des coûts de transaction et d'information pour se diversifier géographiquement.

Les caractéristiques de l'investissement international et des fusions-acquisitions montrent que les bases économiques et financières pour un pôle européen existent. La taille de l'Europe serait a priori suffisante pour permettre la constitution de groupes mondiaux à ancrage européen.

b) Ce sont aujourd'hui les barrières institutionnelles qui restreignent le plus les potentialités offertes par la taille de l'espace européen au renforcement de ces groupes. En effet, les effets favorables de la proximité géographique entre pays européens tendent à s'épuiser, et, aujourd'hui, ce sont principalement des barrières institutionnelles qui maintiennent une distance économique entre les pays et font obstacle au développement européen des entreprises.

On peut supprimer ou abaisser ces obstacles à l'activité des entreprises, sans que cela nécessite inévitablement une harmonisation totale des institutions, dont la variété s'explique par des arbitrages économiques et sociaux complexes. Les mesures à prendre relèvent plus de la régulation que d'un quelconque mécano industriel qui viserait à créer des champions européens.

Contrairement aux récents accords sur la fiscalité de l'épargne en Europe, il semble qu'une harmonisation fiscale au niveau des entreprises soit à court ou moyen terme hors de portée, en raison de la difficulté du sujet et des positions actuelles des États membres. Par contre, des progrès pourraient être réalisés plus rapidement sur la voie d'un marché financier intégré européen qui faciliterait grandement la croissance des entreprises européennes.

- Conclusion -

c) Le modèle d'entreprise européen se construit au travers de divers arbitrages complexes : entre le degré de protection des actionnaires et la présence de gros actionnaires, entre la sécurité de l'emploi et les normes actionnariales, ou encore entre la valeur actionnariale et l'intensité de la concurrence sur les marchés.

La montée en puissance des investisseurs institutionnels, le développement de la gestion collective d'actifs dans les institutions financières et l'accroissement de la part des actions dans les portefeuilles de ces investisseurs caractérisent tous les pays. Ces tendances ne sont pas limitées aux seuls pays anglo-saxons. Elles ont favorisé l'émergence de normes de valeur actionnariale, encore renforcée par l'intensité concurrentielle des marchés. Ainsi, l'influence des investisseurs institutionnels serait plutôt positive et n'impliquerait pas nécessairement un alignement sur le modèle anglo-saxon standard.

La consolidation du pôle européen passe aussi par une certaine convergence des modèles européens d'entreprise. Les explications de la coexistence actuelle de systèmes de gouvernance différenciés en Europe sont à la fois juridique, politique, économique et financière. Elles montrent que l'idée d'une convergence complète serait illusoire et éclairent les obstacles à franchir pour opposer un modèle européen au modèle anglo-saxon.

L'explication juridique insiste sur la protection légale et effective des investisseurs. Les entreprises au capital diffus sont mieux représentées dans les pays qui les protègent bien. L'explication politique oppose la sécurité de l'emploi et celle des actionnaires : la concentration du capital est d'autant plus importante que la sécurité de l'emploi est privilégiée. Enfin, l'émergence des normes actionnariales serait liée à l'intensité concurrentielle des marchés. La structure de la propriété du capital des entreprises européennes, Royaume-Uni excepté, se caractérise par un niveau modéré de contrôle par les marchés.

La crise actuelle du modèle de gouvernance anglo-saxon – qui relativise la protection dont jouissaient les actionnaires minoritaires – réactive l'idée d'un modèle de gouvernance européen qui conserverait certains traits spécifiques tout en assurant une meilleure protection des actionnaires en général et des actionnaires minoritaires en particulier. Des évolutions en ce sens sont déjà perceptibles dans plusieurs pays européens, y compris en France.

Composition du groupe

Président :

M. Dietsch (Michel), professeur de sciences économiques, Institut d'études politiques, université de Strasbourg-III

Rapporteurs :

M. Mathieu (Edouard), conseiller économique, Agence française pour les investissements internationaux

M. Chopra (Moustanshire), chargé de mission, Service économique et financier, Commissariat général du Plan

Membres :

M. Allouche (José), professeur des Universités, université de Paris-I Sorbonne / IAE

M. Aubert (Ludovic), Direction de la Prévision, ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie

M. Baudru (Daniel), LEREPS, université de Toulouse

M. Boccara (Frédéric), administrateur de l'INSEE / Direction de la balance des paiements, Banque de France

M. Bollon (Pierre), délégué général, Association française de la Gestion, financière (AFG-ASFFI)

M. Caby (Jérôme), professeur des Universités, université de Paris-I Panthéon-Sorbonne

M. Château (Jean), chargé de mission, Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII)

- Composition du groupe -

M. Cherbonnier (Frédéric), chef du bureau des opérations financières, Direction de la Prévision, ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie

M. Coeuré (Benoît), conseiller économique, Direction du Trésor

M. Eyssartier (Didier), Direction de la Prévision, ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie

Mme Gueye (Sylvie), professeur de finance et d'entrepreneuriat, CERAM Sophia-Antipolis

Mme Hel-Thelier (Sylvie), chef du bureau des échanges extérieurs, Direction de la Prévision, ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie

M. Lambert (Frédéric), économiste, Direction de la balance des paiements, Banque de France

Mme Magnier (Véronique), maître de conférences en droit privé, université Paris-Sud

M. Michalet (Charles-Albert), professeur de sciences économiques, université Paris-Dauphine

M. Pajot (Michael), chargé de mission au bureau des échanges extérieurs, Direction de la Prévision, ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie

M. Rougès (Dominique), chef du service des études sur les valeurs mobilières, Direction générale des études et des relations internationales, Banque de France

M. Thesmar (David), professeur d'économie à l'ENSAE et membre du CREST

Membres du Commissariat général du Plan :

Service économique, financier et international : Mme Debonneuil (Michèle), M. Bentoglio (Guilhem), Mme Guilloux (Annick), M. Isnard (René), M. Kleinpeter (Marc-Antoine), M. Passet (Olivier), M. du Tertre (Renaud)
Service du développement technologique et industriel : M. Lallement (Rémi)

Secrétariat : Mme Germain (Patricia), Service économique, financier et international, Commissariat général du Plan