

REPORT POINT



**BANQUES
FINANCES**

DOSSIER

Numéro 10 - 1995

Ce numéro a été réalisé
par Olivier Dupont



- 8 **DES FONDS PROPRES POUR LES ENTREPRENEURS**
Olivier Dupont
- 10 **L'ACCOMPAGNEMENT DES ENTREPRENEURS D'ENTREPRISES EN DIFFICULTÉ**, Thierry Potok
- 12 **CAPITAL INVESTISSEMENT : A LA RECHERCHE D'UNE NOUVELLE EFFICACITÉ**, Antoine Garrigues
- 16 **BANQUE D'INVESTISSEMENT ET BANQUE COMMERCIALE**
Benoît Weymuller
- 18 **LE MARCHÉ DU LBO EN FRANCE A L'AUNE DE L'EXPÉRIENCE BRITANNIQUE**, Dominique Gaillard
- 24 **L'ÉVOLUTION DU CAPITAL DÉVELOPPEMENT AU SERVICE DE L'INDUSTRIE**, Giampaolo Schiratti
- 27 **LES CAISSES D'ÉPARGNE ET LE FINANCEMENT EN FONDS PROPRES DES PME**, François Drouin
- 30 **PRODUITS STRUCTURÉS**
François Girod

RUBRIQUES

- 32 **PONTS EN MARCHÉ**
- 35 **LU POUR VOUS**
- 36 **CONFÉRENCE**
- 38 **VIE DE L'ASSOCIATION**
- 44 **PONT EMPLOI**

Mensuel, 28, rue des Saints-Pères
75007 PARIS.
Tél. : 44.58.34.85 - Fax : 40.20.01.71
Prix du numéro : 55 F
Abonnement annuel :

France :	550 F
Etranger :	580 F
Ancien :	250 F

Revue des Associations des Ingénieurs des Ponts et Chaussées et des Anciens Elèves de l'ENPC.

Les associations ne sont pas responsables des opinions émises dans les articles qu'elles publient.

Commission paritaire n° 55.306
Dépôt légal 4^e trimestre 1995
n° 950833

DIRECTEUR DE LA PUBLICATION :

Jean POULIT

DIRECTEUR ADJOINT : Michel QUATRE

ADMINISTRATEURS :

Marie-Antoinette DEKKERS
et Olivier HALPERN

COMITÉ DE RÉDACTION :

Serge ARNAUD, Jacques BONNERIC,
Robert BRANCHE,
Christophe de CHARENTENAY,
Vincent DEVAUCHELLE,
Roland GIRARDOT, Jacques GOUNON,
Jean-Pierre GRÉZAUD.

Secrétaire général de rédaction :

Brigitte LEFEBVRE du PREÏ

Assistante de rédaction :

Adeline PRÉVOST

MAQUETTE : B. PÉRY

PUBLICITÉ : OFERSOP, Hervé BRAMI,
55, boulevard de Strasbourg, 75010 Paris.
Tél. : 48.24.93.39

COMPOSITION PAO :

FOSSÉS GRAFIC - 34.68.83.23

IMPRESSION :

IMPRIMERIE MODERNE U.S.H.A. Aurillac.

Price Waterhouse

Audit et Conseil



en réflexion stratégique,
un nombre très limité de très
grandes entreprises internationales
(toutes parmi les 200 premières capitalisation)

50 000 professionnels à travers le monde
450 bureaux
dans 118 pays

Amsterdam, Berlin, Budapest, Bruxelles, Copenhague,
Dublin, Düsseldorf, Frankfurt, Genève, Hambourg,
Helsinki, Istanbul, Lisbonne, Londres, Madrid, Milan,
Moscou, Munich, Oslo, Paris, Rome, Stockholm,
Stuttgart, Varsovie, Vienne, Zurich

Atlanta, Boston, Chicago, Dallas, Los Angeles,
Minneapolis, New York, Pittsburgh, San Francisco,
San Jose, Washington DC,
Ottawa, Montréal, Toronto, Vancouver,
Buenos Aires, Bogota, Caracas, San Paulo, Santiago,

Osaka, Hong Kong, Séoul, Melbourne, Sydney

Direction des Ressources Humaines

Tour AIG - 34 place des Corolles

92908 Paris La Défense 2

Tél. : (1) 41 26 16 00 Fax. : (1) 41 26 16 16

Ce qui fait de la BNP une grande banque, ce sont les grands projets qu'elle finance.

Plus que le montant de ses dépôts, la masse de ses clients ou le nombre de ses succursales, ce qui fait d'une banque une grande banque mondiale, ce sont l'importance et l'ambition des grands projets qu'elle finance.

La BNP étudie, propose, monte, souscrit et syndique les financements liés à la réalisation de grandes opérations dans les domaines les plus variés :
énergie, transports, équipements publics, télécommunications.

Financements BNP en 1995

I - OCENSA - Colombie - USD 2 000 millions

Construction d'un oléoduc destiné à transporter le pétrole du gisement de CUISIANA.

II - Foothill/Eastern Transportation Corridor

Financement d'une voie autoroutière d'environ 36 miles dans la périphérie de Los Angeles.
Coût du projet : USD 1,8 milliard

III - Projets Birmingham Câble et Vidéotron - Grande-Bretagne GBP 330 millions et GBP 800 millions

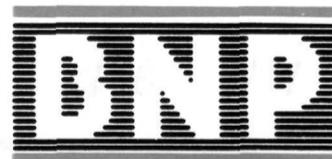
Financement de deux opérateurs de câble (TV + téléphone) dans un contexte déréglementé.

IV - Projet Thaicom III - Thaïlande - USD 200 millions

Financement de la construction et du lancement d'un satellite de télécom

V - Indo Kodeco Cement - Indonésie - USD 500 millions

Construction d'une usine de ciment au sud de l'île de Kalimantan.





Le service des

CONGÉS PAYÉS

dans les

TRAVAUX PUBLICS

est assuré par

LA CAISSE NATIONALE DES ENTREPRENEURS DE TRAVAUX PUBLICS DE FRANCE ET D'OUTRE MER

Association régie par la loi du 1er juillet 1901
Agréée par arrêté ministériel du 6 avril 1937 (J.O. 9 avril 1937)

Il n'existe pour toute la France
qu'une seule Caisse de Congés Payés
pour les Entrepreneurs
de Travaux Publics.

La loi du 20 juin 1936 et le décret
du 30 avril 1949 font une obligation
aux Entrepreneurs de Travaux Publics
de s'y affilier.



22, Terrasse Bellini
92812 PUTEAUX Cédex

Tél. : (1) 47.78.16.50

La Banque de France recrute
le personnel de direction de ses services centraux et de ses succursales.

ADJOINT DE DIRECTION

par concours en septembre 1996

Les adjoints de direction sont destinés, dans un premier temps, à exercer des fonctions de gestion, d'étude et de contrôle dans tous les domaines d'activité de l'Institut d'Emission, et par la suite à occuper des postes d'encadrement supérieur.

Ce concours, comportant 3 voies d'accès distinctes : «Economie», «Gestion», «Sciences», s'adresse aux titulaires d'un diplôme national sanctionnant un **2^e ou 3^e cycle d'études supérieures** ou d'un **diplôme de grande école**.

La filière «**Sciences**» concerne en particulier les candidats titulaires, dans le domaine scientifique, d'un diplôme sanctionnant un troisième cycle d'enseignement supérieur ou d'un diplôme d'une grande école d'ingénieurs.

Les épreuves d'admissibilité de la voie d'accès «Sciences» comportent une étude de dossier, une épreuve de mathématiques, une épreuve de langue étrangère et une épreuve à option au choix (questions d'économie ou informatique).

Les candidats (femmes ou hommes - libérés ou non des obligations du service national) doivent être âgés de moins de 28 ans au 1er janvier 1996 (sous réserve de prorogations prévues par les dispositions réglementaires).

Formulaires d'inscription disponibles au siège central et dans les succursales à partir de fin juin, début juillet 1996, date à laquelle sera précisé, par voie d'accès, le nombre de postes offerts.

Documentation et renseignements à la **Banque de France** - 56-1508 Recrutement Concours - 75049 PARIS CEDEX 01. Tél. (16.1) 42 92 40 17 - Minitel 3615 LABDF.

BANQUE DE FRANCE



**Pour sa région, on a forcément
de grandes ambitions.**

Promouvoir le développement
économique, aménager
le territoire, concevoir de grandes
infrastructures de transports,
c'est là votre métier.

***Pour leur
financement
aussi.***

Vous proposer les meilleurs
financements et vous conseiller
pour réaliser ces projets,
c'est là le nôtre.



Le financier du cadre de vie





L'humanité a la valeur
que les hommes lui accordent.

La Fondation de France vous offre la possibilité de donner selon votre volonté.

Lutter contre les souffrances et l'injustice, respecter l'autonomie et la dignité des hommes, favoriser un développement harmonieux avec leur environnement. Grâce au savoir-faire de la Fondation de France, seul organisme à intervenir en faveur de toutes les causes d'intérêt général, vous pouvez réaliser le projet qui vous tient à cœur.

La Fondation de France offre à toute personne ou entreprise la possibilité de créer une fondation qui pérennisera son objectif de générosité.

Habilitée à recevoir des dons, legs ou donations, exonérés de droits de mutation, elle a pour mission de les gérer et de les affecter en respectant la volonté du donateur.

La Fondation de France, organisme privé, est indépendante et reconnue d'utilité publique.

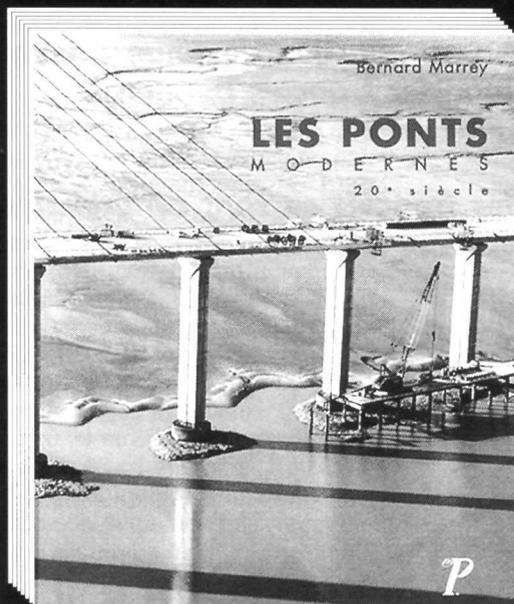
Consultez-nous au (1) 44 21 31 91
ou 3615 Fondation de France.

FONDATION
DE
FRANCE

LES PONTS MODERNES

20^e siècle

par Bernard Marrey



Economiser la matière, réduire les temps sont les deux objectifs qui font de l'histoire de la construction des ponts une épopée marquée de records fabuleux.

Un superbe ouvrage format 22,5 x 27 cm, de 280 pages, 295 illustrations dont 25 en couleurs, relié pleine toile sous jaquette en couleurs. Prix jusqu'au 31 mars 1996 : **395 F**. Ensuite : 495 F

Il fait suite au volume, consacré aux 18^e et 19^e siècles, qui a obtenu le Prix Ferdinand de Lesseps en 1990, 320 pages, 330 illustrations : **550 F**

Offre exceptionnelle des deux volumes ensemble valable jusqu'au 31 mars 1996 : **850 F**

PARIS D'INGÉNIEURS

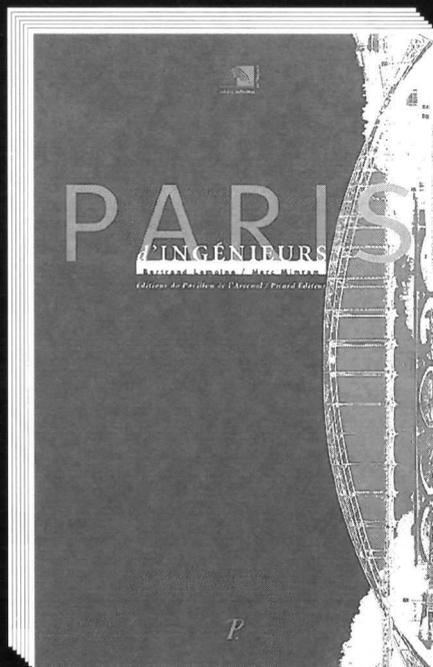
sous la direction de
Marc Mimram et Bertrand Lemoine

C'est à la découverte de deux siècles de travail des ingénieurs qu'invite cet ouvrage, avec l'ambition affirmée de révéler positivement ce travail de fond, à travers des témoignages concrets.

A la dimension cachée de leur travail s'ajoute aussi une dimension éphémère : celle du chantier, que la photographie comme moyen d'expression artistique fixe pour notre mémoire et notre plaisir.

Coédition Pavillon de l'Arsenal.

Un volume 19 x 30 cm, 232 pages, 200 illustrations en noir et en couleurs dont 48 photographies de chantier en bichromie dans un portfolio : **290 F**



Bon de commande à retourner à
PICARD éditeur

82, rue Bonaparte 75006 Paris

M. _____

Adresse _____

___ ex. de : **Les ponts modernes,**

20^e siècle

___ ex. de : **Les ponts modernes,**

18^e -19^e siècles

___ ex. de : **Paris d'ingénieurs**

Paiement en chèque, C.C.P., Carte bancaire (Visa, Eurocard, Mastercard) Indiquer votre n° de carte, sa date d'expiration et signer votre bon de commande

Sa date d'expiration : _____

Votre signature :

Envoi franco dès réception de votre règlement.

Prospectus détaillé sur demande.

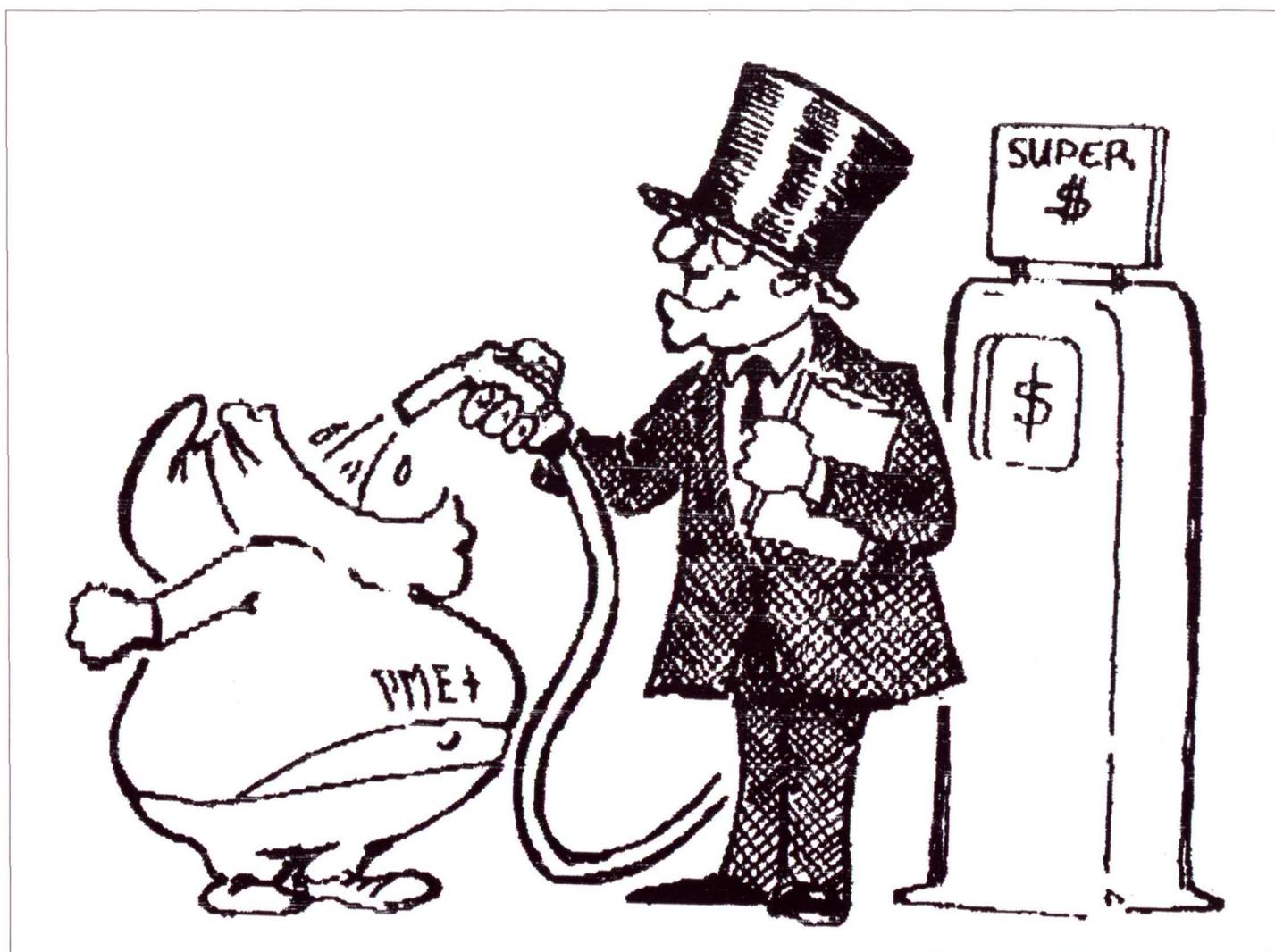
PICARD ÉDITEUR
82, rue Bonaparte 75006 Paris

DES FONDS PROPRES POUR LES ENTREPRENEURS

par Olivier Dupont

Le présent numéro est essentiellement consacré à une question devenue classique mais toujours aussi fondamentale : le système financier français permet-il d'assurer correctement le financement long des PME et en particulier leur financement en fonds propres ?

Tout le monde s'accorde à dire que, depuis dix ans, les français se sont culturellement réconciliés avec leurs PME (mais pas encore tout-à-fait avec leurs entrepreneurs !) au travers notamment de la prise de conscience de leur rôle essentiel en matière de création d'emploi.



Il faut cependant bien constater que la réalité des comportements est assez éloigné des discours. Il suffit de noter la difficulté des PME à recruter des ingénieurs des grandes écoles (les très grandes écoles préfèrent les grands groupes et laissent aux autres les PME !) ainsi que la préférence très marquée des épargnants pour les placements sans risques c'est-à-dire des SICAV de trésorerie investies en bons du trésor !

Il faut bien également constater l'attitude souvent timorée des banques face aux risques encourus et plus récemment l'effet dévastateur pour les PME de l'engouement déraisonnable des banques pour l'immobilier (les financiers sont régulièrement influencés par des modes, comme l'a si bien décrit Galbraith dans « brève histoire des euphories financières ») En effet, la constatation de pertes a entraîné une politique de risque plus restrictive à un moment où la structure financière des PME s'était détériorée sous l'effet de la crise économique le tout ayant bien sûr comme conséquence macro-économique de renforcer le marasme général.

Le développement des PME passe donc nécessairement par une sécurisation accrue de leurs financements (notamment par un renforcement de leurs fonds propres et de leurs emprunts à long terme) ainsi que par la recherche de faibles coûts d'intérêt. Le problème est rendu compliqué en France par la persistance de taux d'intérêt réels élevés (principalement en raison de déficits publics excessifs qui assèchent littéralement l'épargne des ménages) ainsi que par des coûts bancaires d'intermédiation relativement élevés pour les PME (bien qu'ils aient fortement chuté depuis quelques années).

Il ne faut en effet jamais oublier qu'un niveau élevé d'intérêt réel raréfie également l'offre de fonds propres dans la mesure où l'investisseur qui demande, par définition, un taux de rentabilité égal au taux sans risque plus une prime de risque sera conduit à éliminer tous les projets dont la rentabilité prévisionnelle lui semble inférieure.

La situation n'est tout de même pas si sombre pour nos PME car, au-delà des actions spécifiques des pouvoirs publics (notamment les différentes garanties apportées par SOFARIS), le système finan-

cier français s'est intéressé dès la fin des années 70, au capital investissement (nous emploierons plus volontiers ce terme que celui de capital risque, terme générique américain, mais qui désigne aujourd'hui, plus spécifiquement en France, les investissements dans des entreprises de création récente) et cette activité, après avoir régulièrement progressé et relativement bien traversé la crise, a atteint une incontestable maturité ainsi qu'un poids économique important (7,2 Milliards d'investissement en 1994).

Il nous est apparu intéressant de faire le point aujourd'hui de la situation sur ce marché sur lequel beaucoup d'intervenants sont des ingénieurs, ce qui est assez réconfortant car on conçoit que pour comprendre les entreprises, il soit préférable de les avoir d'abord connues de l'intérieur.

Très schématiquement, on peut dire que les banques généralistes ont une stratégie plus en retrait qu'il y a dix ans, n'ayant bien souvent pas réussi à résoudre les conflits d'intérêt éventuels entre haut et bas de bilan (cf. les avatars du Crédit Lyonnais), que l'on assiste à des spécialisations, soit par secteur, soit par type d'opérations, (LBO par exemple), que les capitaux publics ou semi-publics restent assez présents (Caisse des Dépôts par exemple) et qu'enfin les investisseurs restent très frileux, à l'inverse des États-Unis, dans le financement de l'innovation et de la création d'entreprise.

On trouvera dans les pages qui suivent des témoignages concrets qui recouvrent des situations que nous avons choisies pour leur diversité : Banque d'affaires, banque généraliste, acteur institutionnel, spécialiste sectoriel, spécialistes LBO et entreprises en retournement, fonds majoritaires à capitaux privés.

On pourra y vérifier que la mentalité de l'investisseur est bien proche de celle de l'ingénieur et de l'entrepreneur : « prendre des risques calculés pour bâtir un projet identifié ». ■

**Olivier DUPONT,
PC 73,
Directeur de la
Direction de
l'Ingénierie
Financière et de
l'Investissement
au Crédit du Nord.**



L'ACCOMPAGNEMENT DES ENTREPRENEURS D'ENTREPRISES EN DIFFICULTÉ

par Thierry Potok

Tout le monde connaît aujourd'hui le rôle absolument essentiel que jouent les PME dans le tissu économique français. Pourtant force est de constater que beaucoup reste à faire pour le renforcement des structures de nos petites et moyennes entreprises, en ce qui concerne, entre autres, le niveau des fonds propres ou l'assistance en matière de gestion.

De fait, alors même que l'emploi est devenu la priorité n° 1 du pays, la situation actuelle amène à constater la disparition de près de 60 000 PMF chaque année, sans déclencher pour autant l'émergence de dispositifs destinés à favoriser le sauvetage ou la reprise de sociétés en difficulté.

Cet état de fait est pourtant largement dommageable pour la communauté nationale :

- en premier lieu directement, au plan social d'une part, en terme de destruction d'emplois au sein des entreprises qui disparaissent, et, au plan économique d'autre part, en terme de destruction de structures potentiellement créatrices de richesses,
- mais également indirectement, via la fragilisation induite au niveau des différents partenaires des PME en difficulté : fournisseurs, banques, dans certains cas entreprises clientes, sous-traitants etc... phénomène qui entraîne la disparition d'autres PME suivant un processus comparable à l'effondrement progressif d'un château de cartes.

Face à ce triste gâchis, les professionnels de la finance restent jusqu'ici assez peu désireux de s'impliquer. Cette attitude s'explique si l'on tient compte des éléments suivants :

- Tout d'abord, la reprise d'entreprises en difficulté conserve une très mauvaise image : les médias ont, par le passé, dénoncé les cas d'exploitation sauvage de société en dépôt de bilan auxquels se sont livrés certains repreneurs qui se sont enrichis rapidement sans se soucier des drames humains que le dépeçage d'entreprises malades pouvait engendrer au niveau de salariés brutalement privés d'emploi et de source de revenus.



**Thierry POTOK,
IPC 75,
Marceau Investissements,
Directeur Général Adjoint.**

L'évolution économique, mais surtout les changements intervenus au plan juridiques, ont totalement transformé les conditions dans lesquelles s'effectue aujourd'hui la reprise d'une entreprise en difficulté ou la reprise de ses actifs, et les opérations que pouvaient mener, il y a 12 ou 15 ans certains « prédateurs sans scrupule » sont aujourd'hui quasiment impossibles ; néanmoins, le stéréotype reste bien vivace.

- Deuxième point : le cadre légal et réglementaire, et plus encore l'application pratique et concrète des textes et des procédures concernant les entreprises en difficulté, ne sont maîtrisés que par un nombre très restreint de spécialistes et d'experts tous praticiens chevronnés qui s'appuient sur une expérience professionnelle de plusieurs années. La complexité du dispositif juridique, régulièrement remanié, les us et coutumes de ce secteur très spécialisé font de la reprise d'entreprises en difficulté une activité très fermée, réservée à un cercle étroit « d'initiés ».
- Troisièmement, les financiers qui opèrent au sein de filiales de groupes bancaires ou des départements financiers des banques sont quasiment contraints de ne pas intervenir dans le secteur des entreprises en difficulté afin d'éviter de créer des situations de conflit d'intérêts embarrassantes pour les groupes auxquels ils appartiennent : en effet, les

banques détiennent souvent une partie importante, sinon prépondérante, des créances concernées par la défaillance d'une entreprise. Elles sont en outre fréquemment, directement ou indirectement, associées au capital de la société en difficulté. Les intérêts des banquiers en tant qu'établissement de crédit ou qu'actionnaires de PME en difficulté sont donc directement opposés à ceux des candidats à la reprise. Cette situation de fait explique pourquoi les groupes bancaires s'abstiennent, quasi-systématiquement, de développer des structures spécialisées pour investir dans la reprise de société en difficulté.

- Enfin, et c'est un élément primordial, au-delà de son caractère confidentiel et quelque peu ésotérique, la reprise d'entreprises malades ne fait l'objet d'aucun soutien politique fort. Seule une volonté politique clairement affirmée permettrait de redonner à cette activité le statut qu'elle mérite.

Pourtant, la reprise de PME en difficulté, insérée dans le cadre d'un projet industriel clair et bien conçu, peut être une voie intelligente pour acquérir, à moindre coût, des parts de marché, des actifs industriels ou un réseau de distribution.

Pour comprendre les changements intervenus au cours de ces dernières années, un bref rappel historique s'impose :

- Le dispositif juridique prévu par la loi de 1967 autorisait effectivement de nombreux excès, puisque les repreneurs pouvaient racheter les actifs, et en particulier les différentes composantes de l'actif circulant d'une PME en dépôt de bilan, nets de passif. Il leur était donc facile d'obtenir des liquidités à partir des comptes clients ou de la vente des stocks, sans avoir besoin pour autant de relancer l'activité ou de conserver les emplois. D'où les abus constatés !
- La loi du 12 juillet 1980, en permettant aux fournisseurs d'introduire des clauses de réserve de propriété dans leurs contrats (les biens restent la propriété du fournisseur jusqu'à ce que le paiement correspondant ait été acquitté), a, de ce point de vue, écorné le dispositif pour ce qui concerne les stocks.
- La loi du 2 janvier 1981, dite loi Dailly, a eu un effet de même type au niveau des comptes clients, puisque les entreprises en difficulté se sont trouvées en



mesure de transférer à leurs banques leurs créances sur leurs clients pour obtenir des liquidités et tenter ainsi d'éviter de déposer le bilan. De ce fait, dans la plupart des cas, le poste clients d'une PME en état de cessation de paiement a déjà été mobilisé avant qu'un repreneur éventuel ne puisse intervenir.

- La loi du 25 janvier 1985 apporte des changements d'une autre nature : elle vise avant tout à privilégier le sauvetage des emplois des entreprises en difficulté. Elle réduit par ailleurs les protections accordées aux créanciers pour défendre leurs intérêts : le dépôt de bilan entraîne ipso facto la purge des sûretés. Prenant acte du fait que les difficultés des entreprises résultent le plus souvent de la carence des dirigeants, la loi interdit désormais à ces derniers de se porter eux-mêmes repreneurs.
- Enfin, la loi d'octobre 1994 corrige en partie les effets du texte de 1985 concernant la purge automatique de toutes les sûretés (désormais le passif contracté pour procéder à l'acquisition d'un actif de l'entreprise, ou au rachat de l'entreprise elle-même, reste à la charge du repreneur de l'actif correspondant).

Ainsi, le dispositif actuel dresse une série d'obstacles aptes à décourager les repreneurs apparentés aux prédateurs d'autrefois : seuls les repreneurs agissant suivant une logique industrielle mûrement réfléchie sont aujourd'hui susceptibles de s'intéresser aux PME en difficulté.

Mais, compte-tenu de ce qui précède, ils se trouvent, aujourd'hui, beaucoup plus qu'hier, confrontés au besoin de trouver

des fonds propres, et c'est à ce niveau que le concours des financiers serait aujourd'hui nécessaire. Or actuellement il n'existe en France qu'une seule structure d'investissements spécialisée dans l'accompagnement des repreneurs de PME en difficulté : la société de capital risque Développement et Partenariat, créée il y a quelques mois à l'initiative de Didier Calmels, (par ailleurs Président Directeur Général de BMD, société leader dans le conseil aux entreprises en difficulté), avec Marceau Investissements pour principal actionnaire.

Les idées forces qui ont présidé à la création de Développement et Partenariat (D et P) peuvent être résumées comme suit :

- Parmi les milliers de PME qui rencontrent des difficultés chaque année, une proportion limitée, mais non négligeable, correspond à des structures porteuses d'un projet d'entreprise intéressant et capables de prospérer pour autant qu'on les aide à franchir un cap difficile, à redéfinir leur stratégie et/ou à renforcer leur équipe de direction. Ces PME méritent d'être sauvées. Elles constituent la cible de D et P.
- pour assurer la reprise, le sauvetage puis le redressement d'une entreprise malade, il est indispensable (sauf à prendre des risques considérables d'échec) que l'opération soit menée par un industriel expérimenté connaissant bien le secteur d'activité de l'entreprise, et doté de solides compétences en tant que gestionnaire ; la reprise de PME en difficulté est elle-même une activité à risque élevé, la marge d'erreur tolérable y est donc très réduite. D et P ne dispose pas d'un savoir-faire industriel et s'associe donc sur chaque dossier, en position de minoritaire, à une entreprise, ou un groupe, intervenant dans son propre cœur de métier, comme partenaire majoritaire et comme opérateur :
- Grâce à une sélection rigoureuse des dossiers d'une part, et des repreneurs-opérateurs auxquels D et P s'associe, d'autre part, et compte-tenu des conditions de reprise généralement favorables obtenues à la barre des tribunaux de commerce, Développement et Partenariat doit être en mesure de dégager un rendement financier élevé.

Bien qu'il soit encore trop tôt pour dresser un bilan significatif de son activité, D et P ouvre aux investisseurs financiers un nouveau champ de développement jusqu'ici inexploré. ■

CAPITAL INVESTISSEMENT : À LA RECHERCHE D'UNE NOUVELLE EFFICACITÉ

par Antoine Garrigues

Après un développement rapide dans les années 80, l'activité de capital-investissement a marqué une pause en se recentrant sur les secteurs plus rentables du capital-développement ou du capital-transmission, au détriment notamment du financement des entreprises innovantes. De nouvelles initiatives, auxquelles contribue activement le groupe Caisse des dépôts, sont à mettre en œuvre pour que l'outil du capital-investissement joue pleinement son rôle dans la dynamique du tissu économique national.



Constat et problématique

Le marché français du capital-investissement a aujourd'hui atteint une incontestable maturité. Le volume annuel des investissements s'est en effet considérablement développé depuis le milieu des années 80, passant de 1,5 MdF en 1986 à 6,9 MdF en 1991, puis se reprenant en 1994 (7,2 MdF) après deux années de tassement.

Cette situation fait de la France le troisième marché du monde, après les États-Unis et la Grande-Bretagne, mais notre pays accuse encore un retard important, le marché français restant encore inférieur de moitié au marché britannique.

La profession de capital-investisseur entre aujourd'hui dans une phase de mutation, d'où se dégagent quelques tendances majeures :

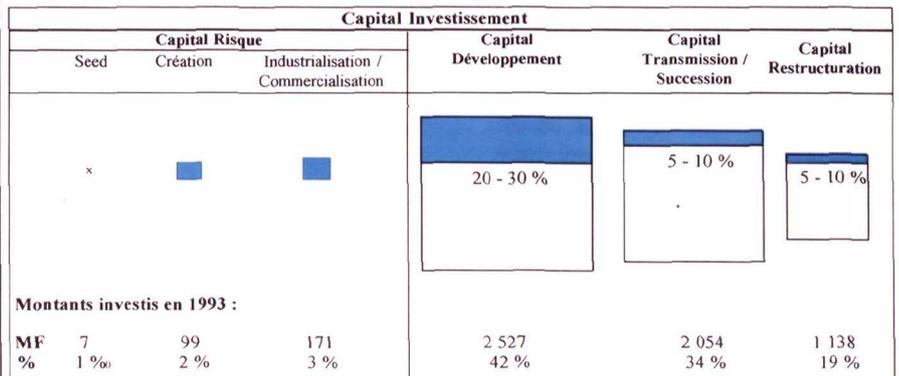
- un retrait relatif des institutionnels de ce métier, jugé non stratégique et marginal en termes d'actifs.
- un phénomène de concentration et de recherche de taille critique parmi les opérateurs actifs du marché.
- l'internationalisation du capital-investissement, surtout du fait des acteurs étrangers s'implantant en France.
- la professionnalisation des équipes, avec une forte influence anglo-saxonne (durée limitée des fonds, importance du « track-record », recherche de capitaux extérieurs en gestion, intéressement des équipes sous forme de « carried-interest »).
- le recentrage sur les investissements les moins risqués.

A ce dernier titre, les opérations de capital-développement et de capital-transmission sont largement majoritaires, alors que le financement de la création d'entreprises reste marginal.

Divers rapports et études récents, notamment les deux rapports publics Chabbal et Cicurel, ont à nouveau souligné les carences du financement de l'innovation et de la technologie dans les PME. Le constat en est bien connu : à la désertion des investisseurs signalée plus haut, s'ajoutent l'insuffisance des financements de longue durée, le problème de la liquidité des investissements lié à l'absence d'un marché financier adapté, et la faible rentabilité du capital-risque (expertise déficiente, gestion du risque à une échelle insuffisante, manque de vision internationale des marchés).

Tout en se référant plus ou moins implicitement à l'exemple du « high-tech »

Le marché français du financement en Capital Investissement



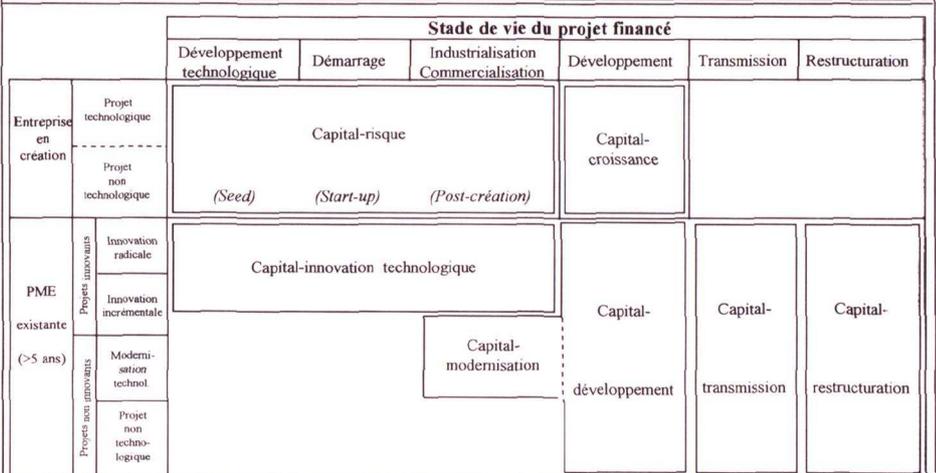
6 Milliards F investis en 1993 sur 1 650 opérations



CM International

CDC PARTICIPATIONS

Les marchés du capital investissement et le capital financement de la technologie



CM International

CDC PARTICIPATIONS

américain, les divers rapports s'accordent aussi sur leurs recommandations. Il s'agit :

- de susciter l'épargne longue et de canaliser une fraction de son flux vers le financement de l'innovation et de la technologie. Ceci vise bien sûr la création de fonds de pension, ainsi que la mise en place d'avantages fiscaux pour attirer le capital de proximité.
- de créer un marché boursier spécifique pour les jeunes sociétés à forte croissance, inspiré du modèle américain du Nasdaq.

- de développer et de rendre plus efficaces les mécanismes d'aides publiques pour renforcer la rentabilité du financement de l'innovation (soutiens particuliers pour la phase de faisabilité et les petites opérations).

Ces constats se réfèrent principalement à l'offre de capitaux, mais occultent largement le problème de la demande. Celle-ci est certes confrontée à une offre de capitaux insuffisante et inadaptée, mais s'exprime-t-elle pleinement avec crédibilité vis-à-vis des apporteurs de capitaux ?

L'examen des dossiers d'investissement met encore en évidence un certain décalage culturel, qui se réduit progressivement avec l'arrivée de nouvelles générations d'entrepreneurs plus enclins à accepter des situations favorables à l'exercice du capital-investissement (ouverture du capital à des financiers, acceptation de la perte de majorité, cession rapide du capital, ouverture au développement international, mise en place de stock-options à des stades précoces, etc...).

Des évolutions amorcées

Quelques éléments de réponse commencent à être apportés aux problèmes exposés précédemment :

– Les premiers signes avant-coureurs d'un mouvement de fond vers l'instauration de fonds de pension en France apparaissent : par exemple Fonpel, fonds de pension des élus locaux, mis en œuvre par la Caisse des dépôts, ou plus récemment les initiatives de la Fédération française des sociétés d'assurance. Ces modestes jalons restent de bon augure pour un mouvement de plus grande ampleur, encore à la recherche de son affirmation politique.

Il n'en reste pas moins que, s'il se confirme, ce mouvement ne produira qu'à long terme ses effets indirects en matière de capital-investissement. L'évolution sera nécessairement lente pour constituer des masses d'épargne significatives, dont seule une faible fraction (entre 1 % et 5 % selon les exemples étrangers : États-Unis, Grande-Bretagne, Hollande) sera canalisée vers les investissements en capital dans les so-

ciétés non cotées, pour respecter des ratios prudents.

– Avec la perspective d'effets plus rapides, deux initiatives ont vu récemment le jour pour proposer un nouveau marché financier destiné aux valeurs de croissance :

- les travaux du groupe de place piloté par Bruno Roger, associé-gérant de Lazard Frères, et Pierre Faurre, président de Sagem, sous l'égide de la Société des Bourses Françaises (SBF) ont débouché en février 1995 sur la proposition de lancer un marché français de valeurs de croissance, avec une vocation européenne affirmée.

Ses caractéristiques visent à assurer à la fois sécurité et liquidité aux investisseurs avertis, et attractivité pour les émetteurs : admission après examen par un comité consultatif, parrainage et tenue du marché par le banquier introducteur (ITM : introducteur-teneur de marché), blocage temporaire des titres des actionnaires fondateurs, etc.

En avril 1995 a été créée par la SBF la Société du Nouveau Marché, qui associe dans un comité d'orientation les principaux investisseurs et intermédiaires de la place pour proposer et valider les choix d'organisation et de fonctionnement de ce marché. L'objectif est celui d'un démarrage officiel en février 1996 du « Nouveau Marché ».

– par ailleurs les professionnels du capital-risque européen, réunis sous l'égide de l'Evca (European Venture Capital Association) ont lancé à Bruxelles le projet d'un Easdaq (European Securities Dealer Automated Quotations).

Ces deux initiatives sont concurrentes, car

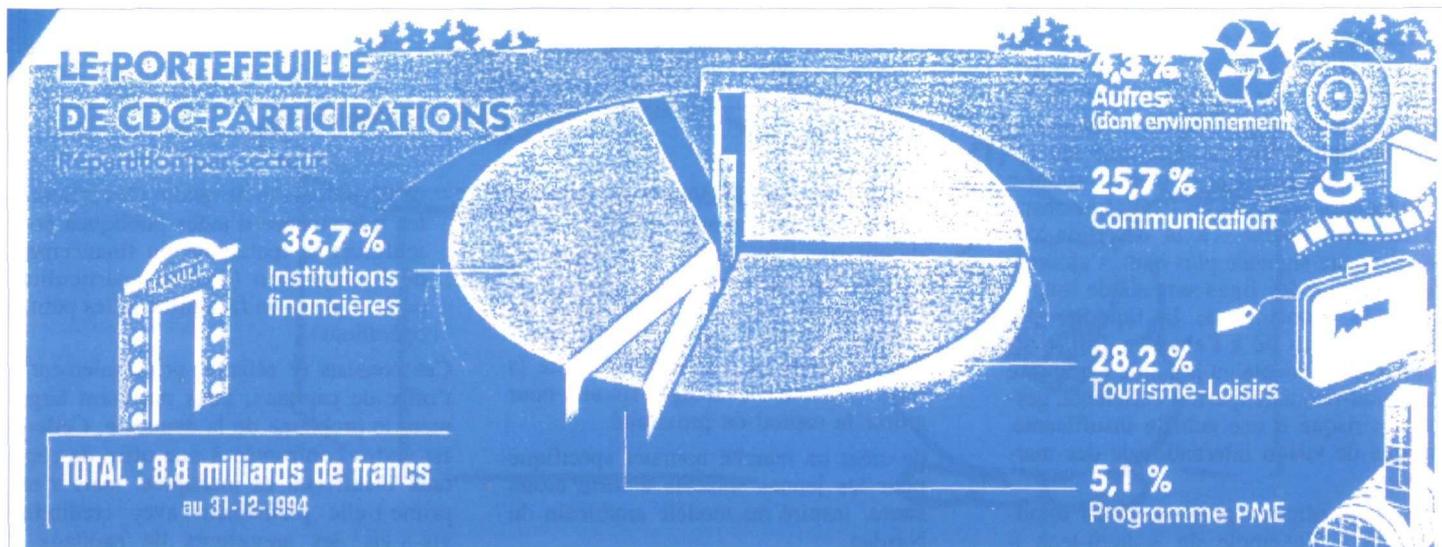
la mise en œuvre de la Directive Services en Investissement au 1^{er} janvier 1996 devrait conduire à une concurrence entre marchés réglementés, mais aussi complémentaires : si l'Easdaq apporte une ouverture internationale, l'intérêt des investisseurs se portera en priorité sur un marché de valeurs nationales. Il n'est pas exclu qu'un rapprochement puisse intervenir.

Le succès d'un marché de valeurs de croissance passe par l'atteinte d'une certaine masse critique, en termes d'émetteurs, d'investisseurs et d'intermédiaires, qui doivent rentabiliser leur tenue de marché et leur analyse financière. Une véritable industrie est à créer de gérants de portefeuille et d'analystes dédiés à ce type de valeurs, prenant suffisamment en compte l'aspect technologique des entreprises.

L'action du groupe Caisse des dépôts

Dans le cadre de sa vocation d'accompagnement du développement économique et social du pays, et de sa modernisation financière, la Caisse des dépôts et consignations se doit de jouer un rôle particulier en faveur du développement du capital-investissement.

Le groupe Caisse des dépôts est déjà un acteur important du capital-investissement en France. Cette activité est exercée au travers de CDC-Participations qui est l'outil de gestion des participations de la Caisse de dépôts extérieures au groupe, avec un portefeuille qui avoisine les 9 MdsF. CDC-Participations est ainsi actionnaire de plus de 140 entreprises dans les domaines du tourisme, de l'environnement et de la com-



munication, et aussi de 30 organismes régionaux de financement.

Cette action continuera à s'accroître sur les points forts sectoriels pour lesquels le groupe dispose déjà d'une expérience : tourisme, environnement et communication.

S'agissant par exemple de la communication, Part'Com, filiale de CDC-Participations, est une structure entièrement dédiée à cette stratégie sectorielle, avec sa propre équipe spécialisée.

La Caisse des dépôts a commencé à manifester son intérêt pour le secteur de la communication au milieu des années 80. La fin des monopoles des télévisions publiques dans la plupart des pays d'Europe favorisait alors l'essor de petites sociétés dans l'audiovisuel au sens large (production de programmes, édition vidéo, diffusion par satellite, etc...). Au début des années 90, la dérégulation a commencé à s'étendre au secteur des télécommunications et s'est accompagnée d'une multitude d'innovations technologiques (essor du multimédia, de la téléphonie mobile, des systèmes de compression numérique, etc.).

Aujourd'hui Part'Com gère plus de 2 MdsF d'engagements dans environ 70 entreprises (dont 1,35 MdF en direct pour la CDC : 835 MF en capital-risque et capital-développement, et un peu plus de 500 MF correspondant à sa participation dans Canal Plus). Son portefeuille est constitué par :

- Canal-Plus (2,7 %)
- des participations directes dans 29 sociétés non cotées dont Lumière, société de droits audiovisuels, et E-Plus Mobilfunk, société de radiotéléphone.
- des participations dans des sociétés spécialisées à actionariat ouvert dont Part'Com assure la gestion :
 - In-Com (capital-risque)
 - Com2i (capital-développement international)
 - Cofimages (sociétés de financement du cinéma et de l'audiovisuel)

Au titre de son activité de capital-développement, elle intervient dans les sociétés qui ont déjà atteint une certaine maturité et réalisent un chiffre d'affaires de plus de 100 MF. Le partenariat Com2i (avec Time-Warner, Télésystèmes Canada, la Caisse des Dépôts du Québec, le groupe public espagnol Argentaria, la Caisse d'Épargne du Luxembourg) a notamment permis une ouverture significative à l'international. Les interventions en capital-risque, réalisées via In-Com, concernent des entreprises plus jeunes et plus petites. 40 % des montants investis

sont orientés vers l'audiovisuel et le cinéma, 30 % vers les télécommunications. Le solde concerne des activités plus diverses (autres médias, publicité, informatique, édition). La tendance est à l'accroissement des interventions dans le secteur des télécommunications.

Plus récemment, CDC-Participations s'est intéressée activement au domaine de l'environnement et de l'énergie, qui constitue la deuxième cible prioritaire de ses investissements sectoriels. Deux fonds, Euro Environnement Investissement (avec WestLB) et Electropar (avec EDF) ont ainsi été lancés.



**Antoine
GARRIGUES
X 73, PC 78.
Directeur
d'investissements
Part'Com.
CDC
Participations.
Groupe Caisse**

Un programme d'amplification

D'autre part, la Caisse des dépôts a élaboré en juillet 1994 un programme spécifique d'action, qui amplifie en direction des PME son activité d'investisseur institutionnel et qui vise à créer un ensemble de mesures d'environnement propre à redonner confiance aux acteurs du marché.

Ce nouveau programme a déjà mis en œuvre quatre types de mesures :

- le Fonds Garantie Capital PME
Ce fonds, géré par la Société française de garantie des financements des petites et moyennes entreprises (SOFARIS), a été doté d'un montant de 200 MF. Il permettra, par effet de levier, de garantir plus de 2 MdsF d'investissements en fonds propres.
- les interventions régionales
La Caisse des dépôts a renforcé ses participations au capital des quatre Sociétés de développement régional (SDR d'Alsace, Bretagne, Midi-Pyrénées et Pays de Loire) et intervient également au capital d'instituts régionaux de participation.
- les fonds développement-transmission
Après Avenir PME Succession, créé avec le CEPME, un nouveau fonds Épargne Finance Investissement, doté de 300 MF, a été monté avec les Caisses d'Épargne pour financer la transmission et le développement des PME.
- les fonds de fonds
Pour améliorer la liquidité des investisseurs en leur permettant de disposer de nouveaux capitaux à investir dans les PME, la Caisse des dépôts a développé des « fonds de fonds », dénommés Fondinvest, ayant pour objet d'acquérir, auprès d'autres investisseurs, des parts de fonds d'investissement existants.

A l'exception de la dotation du fonds de garantie SOFARIS, les investissements sont tous assortis d'objectifs de rentabilité de nature à assurer un retour normal sur investissement, et à garantir que les interventions de la Caisse des dépôts n'aient pas d'effets perturbateurs sur le financement des PME, et ne soient pas génératrices de distorsions de concurrence.

Aux mesures précédentes s'ajoute la participation de la Caisse des dépôts en tant qu'acteur important de la place financière, aux instances de mise en œuvre du Nouveau Marché. D'autres actions spécifiques sont à l'étude qui devraient prochainement être mises en œuvre, en direction des très petites entreprises et du secteur de l'innovation et de la haute technologie. ■

BANQUE D'INVESTISSEMENT ET BANQUE COMMERCIALE

par Benoît Weymuller

Une banque commerciale peut-elle être actionnaire d'une entreprise ou s'agit-il d'un mélange contre nature ? Quelques feuilletons médiatiques récents ou plus anciens peuvent justifier la pertinence de cette question.

En se limitant à un exemple français, l'expérience de la BANEXI, à l'intérieur du groupe BNP, montre la possibilité de pratiquer ce métier au prix, bien sûr, d'un professionnalisme évitant tout mélange de genres entre des spécialités distinctes.

Les paradoxes de la pratique française

1. Premier paradoxe

On observe en France des pratiques très différentes de l'activité d'investisseur financier intervenant au capital d'entreprises :

- Relevons l'existence ancienne des compagnies financières où la banque d'affaires dirige et domine l'activité banque commerciale ; c'est le modèle SUEZ ou PARIBAS.
- Des entités totalement indépendantes et spécialisées, parfois régionales, peuvent avoir comme mission d'accompagner le développement des entreprises principalement les PME. C'est ce que faisaient naguère les sociétés de développement régional.
- Importés d'un modèle anglo-saxon, des fonds indépendants dirigés par des professionnels et utilisant l'argent des grands investisseurs institutionnels ou de personnes physiques fortunées ont pour charge de mener, sur une durée limitée, des investissements générant de fortes plus values.
- Enfin, parmi les grandes banques commerciales françaises existent des banques d'affaires regroupant les fonctions de conseil en fusions acquisitions et de prise de participations au capital d'entreprises.

Aucun modèle ne semble s'être, à ce



jour, imposé en France et tous sont pratiqués en parallèle et en forte compétition.

2. Deuxième paradoxe

Le client d'une banque d'investissement est un chef d'entreprise qui a le plus souvent une double fonction, presque une double personnalité, de dirigeant et d'actionnaire.

En tant que dirigeant, il doit veiller, vis-à-vis de son banquier, à ce que rien ne trouble des relations commerciales bancaires établies dans la durée et qui ne doivent pas être perturbées par des aléas ou des incertitudes sur la composition de l'actionariat.

En tant qu'actionnaire, souvent

(mais pas toujours) majoritaire, il doit être prêt à tout moment à réaliser des arbitrages patrimoniaux pouvant aller jusqu'à la cession totale de son entreprise à un autre actionnaire financier industriel ou investisseur boursier.

Cette réflexion patrimoniale nécessite d'être menée dans une totale confidentialité pour ne pas générer, tant à l'intérieur de l'entreprise qu'après de ses partenaires commerciaux ou financiers, incertitude ou doutes dommageables à la survie de l'entreprise.

Banque commerciale et banque d'investissement apparaissent ainsi comme deux interlocuteurs qu'il serait dangereux



de confondre et un chef d'entreprise sera souvent tenté de dissocier ses interlocuteurs sur ces deux sujets.

3. Enfin nos amis anglo-saxons, sur ce point plus cartésiens que les français eux-mêmes, ne comprennent pas facilement comment des banques universelles peuvent gérer des conflits d'intérêt supposés surgir à tout moment entre les intérêts du banquier commercial finançant le « bas de bilan » de l'entreprise et le banquier d'investissement apporteur de capitaux de « haut de bilan ».

Un observateur externe serait toujours tenté de soupçonner d'obscurs arbitrages entre les intérêts contradictoires du banquier de court terme et de l'investisseur de long terme. Conflits supposés particulièrement aigus et nocifs lors de décisions stratégiques (cessions) ou dans les phases délicates de la vie ou de la disparition de l'entreprise.

Et pourtant...

Ces critiques ou ces doutes peuvent naturellement s'appuyer sur quelques exemples où elles ont semblé trouver un certain fondement de réalité. Mais cependant, certaines banques d'investissement (comme la BANEXI) prouvent depuis de nombreuses années que cette activité peut se pratiquer à l'intérieur d'une banque commerciale sans contre-indications et avec même une excellente réputation gagnée auprès de chefs d'entreprises exigeants ; ceci au prix d'un professionnalisme reposant sur quelques principes simples.

- 1. Des murailles de Chine distinguent et doivent distinguer des métiers entre lesquels pourraient apparaître des conflits d'intérêt. C'est ainsi que sont distinguées :

- les activités d'investissements et celles de conseil en fusions acquisitions.

Ces équipes, dans les banques d'affaires cohabitent souvent pour des raisons d'homogénéité de curriculum vitae des professionnels qui les composent voire pour permettre des évolutions de carrière de l'un à l'autre, mais sont toujours très rigidement séparés dans la pratique professionnelle quotidienne.

Une présence au capital d'une entreprise ne peut pas conduire à tenter de forcer la main d'un actionnaire familial pour faire appel aux conseils de la même banque d'affaires pour céder son entreprise ou acquérir une nouvelle activité. L'entreprise garde, dans l'intérêt même de l'investisseur financier, liberté de choix pour faire appel au professionnel le plus adapté à la question posée.

- Deuxième muraille de Chine

Entre la banque d'investissement et la banque commerciale, la meilleure garantie d'une autonomie des choix et d'une bonne décision d'investissement ou de désinvestissement est d'avoir isolé le compte d'exploitation de l'activité investissement dans une entité disposant d'organes sociaux de décision, d'une personnalité juridique et commerciale et d'organes, de décision indépendants.

Un investissement ne peut pas se faire dans l'objectif de rentabiliser ou d'assurer une relation commerciale et, en sens inverse, une relation commerciale ne peut

peser sur les conditions d'une entrée au capital d'une entreprise ou sur un calendrier de sortie.

Segmentation du marché

Ces dernières années, le marché de l'investissement en entreprise a rapidement mûri et s'est également segmenté en différents métiers. Les investisseurs financiers les plus performants ont naturellement accompagné cette évolution en diversifiant leurs modes d'actions.

On distingue ainsi de plus en plus : capital risque, capital développement, capital transmission, en faisant référence à différentes étapes dans le cycle de vie de l'entreprise. Ces étapes font appel le plus souvent à des techniques utilisant l'effet de levier financier. Les investisseurs ont également appris à valoriser leur compétence pour la gestion de fonds provenant de capitaux étrangers à l'actionnaire de banque d'investissement.

Les établissements les plus importants sont capables d'être des « multispécialistes » disposant d'une gamme complète d'interventions mais avec, pour chacune des équipes, des spécialistes motivés et appréciés pour leurs compétences propres.

N'ayons cependant pas la naïveté de croire qu'un chef d'entreprise fasse innocemment le choix d'une banque d'affaires liée à une banque commerciale ; ce qui l'intéresse, c'est bien sûr d'avoir des équipes professionnelles, dont l'indépendance lui a été confirmée par de multiples chefs d'entreprises avec lesquels il a pu évoquer la réputation de cette banque d'affaires, mais naturellement aussi, d'avoir la certitude de bénéficier, sur tout sujet dépassant le seul investissement en capital, les compétences d'un grand groupe bancaire : qu'il s'agisse d'une introduction en Bourse, d'une implantation à l'étranger, d'un montage financier complexe lié à un investissement ou de l'organisation d'une ligne de crédit, l'entrepreneur sait qu'il pourra trouver à l'intérieur de ce groupe financier des spécialistes, organisés par ligne de métiers, capables de montrer rapidement le meilleur état de l'art. Chacun de ces spécialistes se décidera bien sûr dans les limites du problème posé et des contraintes de rentabilité de son activité, mais le chef d'entreprise pourra bénéficier plus rapidement de toutes les synergies d'un grand groupe bancaire. ■



Benoit WEYMULLER,
ICPC 75.
Directeur de
participations à la
BANEXI
(Banque d'affaires
de la BNP).

BANEXI

La banque d'affaires de la BNP exerce les métiers d'investissement au capital et de conseil aux entreprises, avec 188 personnes.

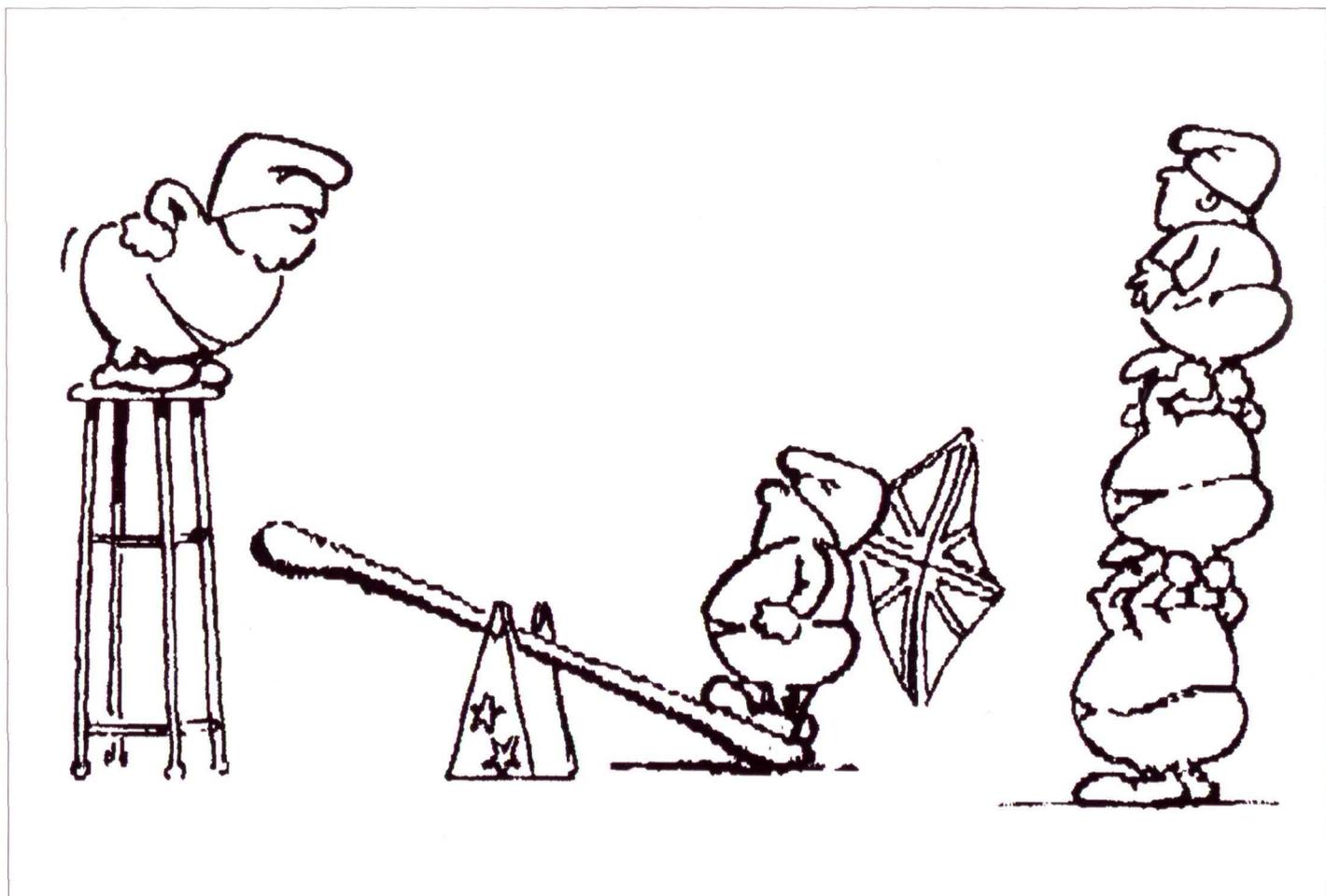
Dans son activité d'investisseur, elle gère 566 participations représentant 3 800 MF.

Fin 1994, ses fonds propres consolidés étaient de 3 milliards de F environ et son bénéfice net consolidé de 225 MF.

LE MARCHÉ DU LBO EN FRANCE A L'AUNE DE L'EXPÉRIENCE BRITANNIQUE

par Dominique Gaillard

Qui ne connaît pas SIDEL aujourd'hui ? Le leader mondial (CA 94 : 2 563 MF - RN 94 : 280 MF) des machines de soufflage des bouteilles en PET n'était encore qu'une obscure filiale de Saint-Gobain lorsqu'elle fit l'objet d'une reprise par ses cadres en 1987. Rachetée pour moins de 150 MF (financés pour partie en capital et pour partie sous forme d'emprunt), elle a été introduite en Bourse en octobre 1993 pour 2 700 MF et valait 8 400 MF en mars dernier ! Les heureux managers actionnaires ont fait plus de 100 fois la mise sur leur investissement initial. C'est, poussée à l'extrême, toute la magie du LBO. Mais, quelle technique se cache sous cet acronyme mystérieux ?



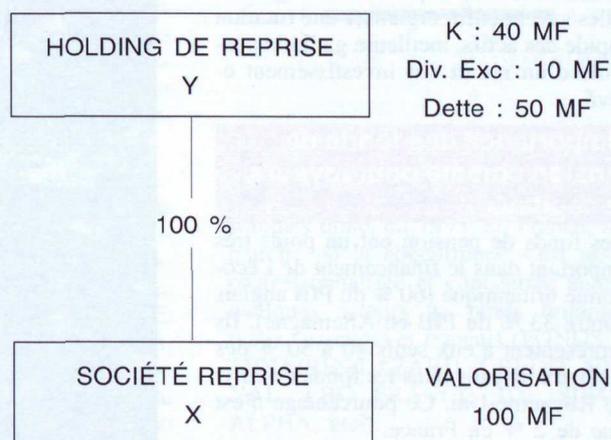
DESCRIPTIF D'UNE ACQUISITION PAR LBO

Soit une société X à racheter d'une valorisation établie à 100 MF pour 100 % des actions.

On admet que, pour les besoins de l'exemple, les comptes de la société actuels et prévisionnels sont les suivants :

(MF)	10	11	12	13	14	15	16	17
CA	100	120	140	160	180	200	220	240
RN	10	12	14	16	18	20	22	24

Le montage envisagé pour le financement de l'acquisition est établi comme suit :



Le LBO (leveraged buy-out) est une technique financière qui permet d'acquérir une société en finançant partiellement le coût grâce aux bénéfices ultérieurs réalisés par cette société. La holding d'acquisition, créée pour l'occasion, est dotée en fonds propres par des investisseurs et lève parallèlement une dette bancaire qui sera remboursée sur une durée classique moyenne de sept ans grâce aux dividendes de la société acquise. Cette dette constitue un effet de levier financier très apprécié des investisseurs pour améliorer la rentabilité de leur participation pour autant que la société acquise ait une capacité récurrente à générer des bénéfices (voir encart).

C'est aux USA que cette technique du LBO s'est développée à l'origine. Elle y a acquis ses lettres de noblesse ; elle a parfois défrayé la chronique par ses excès (on se souviendra du LBO géant de KKR sur RJR NABISCO pour plus de 144 milliards de Francs). Des États-Unis, cette technique a tout naturellement abordé l'Europe par le Royaume-Uni où elle a trouvé un terrain particulièrement propice à sa floraison. Sa diffusion à travers l'Europe Continentale a été plus lente et plus mesurée.

Sur le tableau 1, sont reportés les montants totaux, par pays et sur la période 89-93, des LBO effectivement montés. Bien que devant être manipulés avec beaucoup de précautions (Quel pays doit-on, par exemple, créditer pour le LBO monté en 1992 par CHARTERHOUSE sur les activités européennes de DEL MONTE - jus de fruits et conserves de fruits au sirop - alors que la société disposait de deux sièges sociaux, l'un en Angleterre, l'autre en Italie, et qu'elle réalisait plus de la moitié

de ses ventes en Europe Continentale ?), les chiffres cités dans ce tableau comparatif donnent une image assez fidèle de la topologie du LBO en Europe.

Avec 17,8 M£ d'opérations montées de l'autre côté de la Manche sur la période, les Anglais affichent clairement leur puissance de feu. Année après année, le Royaume-Uni représente d'ailleurs toujours plus de 50 % des transactions européennes, même si la part relative a tendance à refluer régulièrement au profit en particulier de la Hollande, de la Suède et de la France qui sont les pays d'Europe Continentale les plus actifs sur cette activité (en pourcentage du PIB).

Le marché français du LBO, en deuxième position derrière celui du Royaume-Uni, dispose quant à lui, d'un potentiel de

TABLEAU 1
LES SIX PRINCIPAUX MARCHÉS EUROPÉENS DU LBO
(1989/1993)

	(1) Valeur globalisée des LBO montés de 1989 à 1993 (Mds £)	(2) PIB (Mds £)	(3) Capitalisation boursière globale (Mds £)	Ratio (1/2) (%)	Ratio (3/2) (%)
Royaume Uni	17,8	602	810	2,96	134
France	5,7	815	309	0,70	38
Suède	2,7	120	68	2,25	57
Italie	1,8	794	92	0,23	12
Allemagne	1,6	1 112	313	0,14	28
Pays-Bas	1,3	201	157	0,65	76

Source : Acquisitions Monthly.

croissance encore considérable. Il devrait en effet bénéficier dans les années à venir du faisceau convergent de facteurs conjoncturels et structurels favorables qui ont permis le développement du marché britannique.

Où faut-il rechercher les causes de cette prédominance britannique ?

Le professionnalisme des équipes :

– Ayant démarré dans ce métier plus tôt que leurs confrères continentaux, les équipes spécialistes britanniques ont accumulé une expérience considérable dans l'analyse d'un dossier, dans son montage juridique, financier et fiscal : elles ont aussi su mettre en place des outils d'incitation financière particulièrement motivante pour les dirigeants. Elles savent enfin organiser une rotation rapide des actifs, meilleure garantie possible d'un retour sur investissement élevé.

L'importance des fonds de pension comme pourvoyeurs de capitaux :

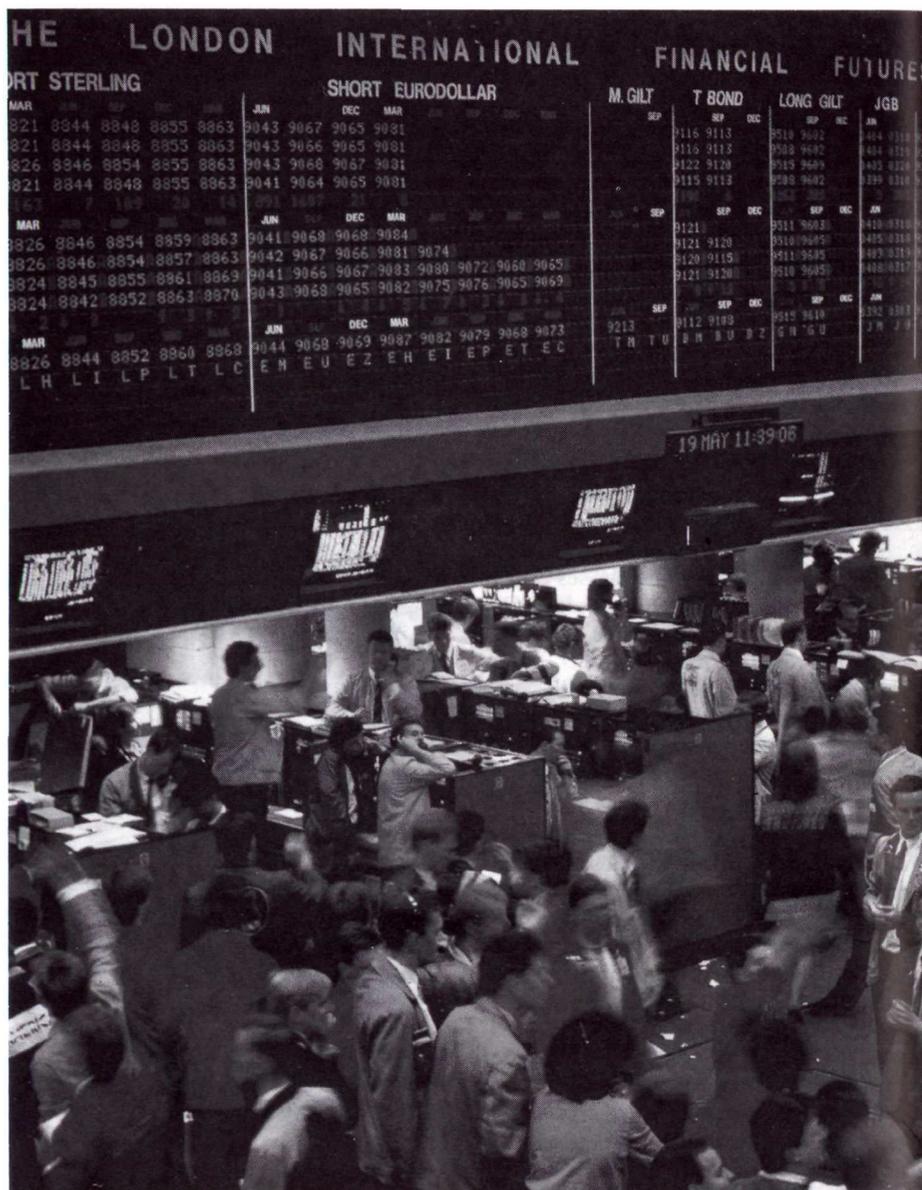
– Les fonds de pension ont un poids très important dans le financement de l'économie britannique (60 % du PIB anglais contre 33 % du PIB en Allemagne). Ils représentent à eux seuls 40 à 50 % des capitaux investis dans les fonds de LBO au Royaume-Uni. Ce pourcentage n'est que de 2 % en France.

L'absence de freins socioculturels à la cession à des financiers :

– Alors qu'en Allemagne et dans une moindre mesure en France, les dirigeants d'entreprise avaient jusque dans les années récentes de fortes réticences à céder une activité à un groupe financier, les anglo-saxons n'ont jamais eu d'états d'âme à ce sujet et explorent systématiquement les sorties financières au même titre que les sorties industrielles. Les modifications fréquentes de périmètre des grands groupes alimentent en conséquence le deal-flow des affaires susceptibles de faire l'objet d'un LBO.

Le contrôle de la sortie :

– Ces reprises de filiales de grands groupes associent systématiquement les cadres dirigeants à des financiers ; la taille, souvent importante, des dossiers



interdit, la plupart du temps, aux cadres d'être majoritaires. Les financiers contrôlant donc le capital, viseront des sorties rapides, soit industrielles, soit boursières. Les mécanismes d'incitation financière mis en place au profit des équipes dirigeantes étant très fortement corrélés à la rapidité du débouclage de l'opération, celles-ci s'associeront d'autant plus volontiers à cette stratégie. L'opération de LBO est vécue seulement comme une période transitoire permettant d'extérioriser la valeur intrinsèque de l'entreprise pour la rendre plus attractive à un groupe industriel ou en Bourse.

Un marché boursier offrant de vraies possibilités de sortie :

– Il n'est pas inutile de rappeler que la capitalisation boursière de la Bourse de Londres représente 134 % du PIB contre seulement 38 % pour Paris. L'introduction à la Bourse de Londres représente donc une vraie alternative à la cession à un groupe industriel, avec des perspectives de valorisations élevées et de liquidités satisfaisantes. Ainsi, là où il faudra péniblement 12 mois à un capital-investisseur français pour céder sa participation de quelques pour-cent du capital de l'entreprise introduite, et en-

core par petits paquets pour ne pas déprimer les cours du titre, le financier britannique trouvera, lui, aisément le jour de l'introduction au Stock Exchange de Londres sa contrepartie à l'achat pour la totalité de sa ligne même si celle-ci représente 60, 70 ou 80 % du capital de la société en question.

La combinaison de ces facteurs favorables à créé un cercle vertueux au Royaume-Uni : De l'argent disponible qui trouve à s'investir sur un grand nombre de dossiers de bonne qualité, qui, managés par des équipes très professionnelles, progressent fortement en rentabilité et sont revendus rapidement. Les taux de retour sur investissement sont élevés. Les investisseurs, satisfaits, se laissent alors aisément convaincre de rejouer leur mise initiale.

Mais le cercle vertueux peut se transformer en cercle vicieux s'il s'instaure un déséquilibre entre la demande et l'offre : une surabondance d'argent qui cherche à s'investir, grâce aux bonnes performances passées et aux espoirs de rendement futurs simultanément à l'apparition de nouveaux acteurs sur ce métier, eux-aussi alléchés par le fumet du rôti, conduisent à une exacerbation de la concurrence entre les équipes et à un renchérissement des prix, le nombre de cibles attractives n'étant pas indéfiniment extensible. D'après le précepte bien connu selon lequel la plus-value se fait à l'achat, cela risquerait d'entraîner à terme des performances bien plus médiocres pour les fonds investis (pour peu que vienne s'y greffer un ralentissement du cycle économique, après la phase d'expansion qu'a connu le Royaume-Uni de 92 à 95) et de tarir les sources de capitaux, les investisseurs se tournant vers d'autres catégories de placement.

Le système serait ainsi autorégulateur, pour autant qu'il fonctionne en circuit fermé. Ce n'est pas le cas. Les grandes maisons d'investissement anglo-saxonnes (Barings, Apax, CVC, SCHROEDERS, CHARTERHOUSE, 3I, CINVen...) ont en effet senti le danger. Déjà présente pour la plupart en Europe continentale depuis de nombreuses années, elles décident, à partir de 1994, d'en faire leur champ d'intervention prioritaire et de délaisser le marché britannique où les prix d'acquisition atteignent des niveaux déraisonnables. Les fonds, très importants, levés en 1994, ont donc tous vocation à s'investir dans des transactions européennes. Dans ce contexte, on s'aperçoit que la France est devenue, pour ces acteurs anglo-saxons, une cible de prédilection.

Le marché du LBO en France a subi, bien qu'à un degré moindre, un cycle en op-

position de phase presque parfaite avec le Royaume-Uni.

En 88/89, quelques LBO réussis (DARTY, FOUGEROLLE, SIDEL, SAGEM...) et largement médiatisés suscitent un engouement fort de la part des grands « zinzins » institutionnels qui dégagent des ressources pour le capital investissement en général et le LBO en particulier. Beaucoup de fonds sont ainsi lancés en 1989 et 1990 (voir tableau 2). Les équipes ayant déjà pignon sur rue investissent massivement sans parfois respecter les règles de prudence du métier. De nouvelles équipes apparaissent, qui, voulant se faire une place au soleil et utiliser rapidement l'argent levé auprès des investisseurs, surenchérissent sur les prix d'acquisition des affaires « LBO-isables » dont le vivier est, pour l'heure, plus restreint qu'en Grande-Bretagne. Si l'on ajoute à cela des perspectives de sortie et de liquidité souvent mal appréciées au démarrage et un fort ralentissement de l'activité économique de 1991 à 1993, on comprend sans peine les performances médiocres obtenues par ces fonds (parfois inférieures pour les investisseurs à celles qu'ils auraient tirées, sur la période, de placements en SICAV monétaires.

Après l'engouement vient le désenchantement et le retrait de ce secteur de la grande majorité des Institutionnels français. Plusieurs équipes en font justement ou injustement les frais : fusion d'Europar avec Sofindas, cession de Sofindas à la BFCE, cession des filiales spécialisées d'AXA, du GAN, retrait du Crédit Lyonnais, fusion et réduction des équipes spécialisées du Crédit Agricole, liquidation amiable ou

judiciaire de certains fonds, etc... Nous sommes donc, en 1995, en France, sur un marché où la concurrence s'est assainie, professionnalisée et concentrée autour de quelques acteurs de poids britanniques (ceux sus-cités) et français (FONDS PARTICIPATIONS/LAZARD, CRÉDIT NATIONAL, LBO FRANCE, IDI, SIPAREX, ALPHA, etc.).

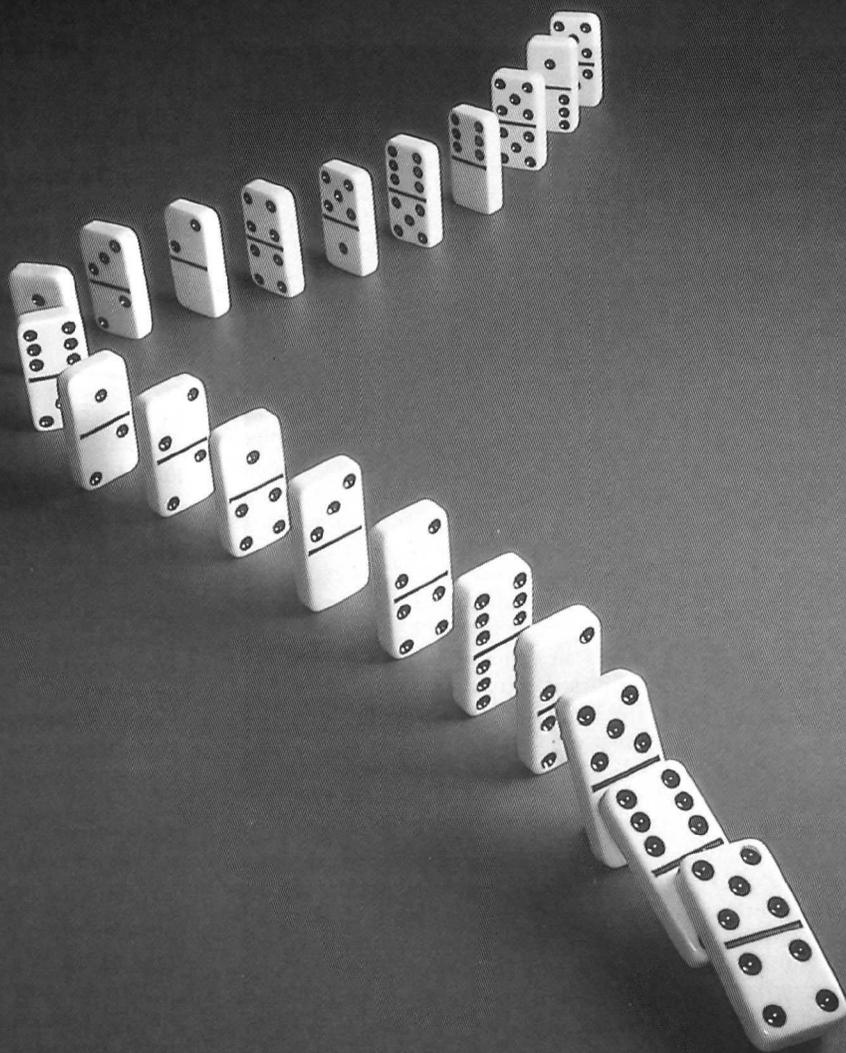
**Dominique GAILLARD,
X 79, PC 85.
Directeur de
Participations chez
Charterhouse.**



**TABEAU 2 :
ÉVOLUTION DE LA VALEUR ET DU NOMBRE
DE FONDS SUPÉRIEURS A 20 M€
(1989 à 1994)**

	1989		1990		1991		1992		1993		1994 (e)	
	Valeur (M€)	N°	Valeur (M€)	N°	Valeur (M€)	N°	Valeur (M€)	N°	Valeur (M€)	N°	Valeur (M€)	N°
Europe	655	7	999	6	263	3	167	1	43	1	1 046	6
France	256	3	360	5	-	-	44	1	46	1	70	2
Scandinavie	104	2	24	1	-	-	61	1	-	-	20	1
Allemagne	-	-	33	1	-	-	85	1	-	-	30	1
Italie	40	1	98	3	-	-	-	-	-	-	90	1
Espagne	90	3	121	2	57	2	59	2	-	-	-	-
Autres	-	-	31	1	50	1	-	-	58	1	-	-
	1 145	16	1 666	19	370	6	416	6	147	3	1 256	11

Source : Acquisitions Monthly / AMDATA III - (e) : montants estimés.



Le risque d'avoir des clients qui ne payent pas, c'est de devenir un client qui ne paye pas.

Un dépôt de bilan sur quatre est dû à la défaillance d'un client.
Notre gamme de services vous aidera à gérer vos comptes-clients,
en mettant votre entreprise à l'abri des impayés, en finançant et optimisant la gestion
de vos créances commerciales en France et à l'export.



CREDIT LYONNAIS

Pour tous ces intervenants, le timing semble à nouveau favorable grâce :

- au redémarrage de l'activité économique depuis début 1995.
 - à l'agressivité commerciale des banques d'affaires et des institutions financières spécialisées qui cherchent à s'ancrer significativement sur le marché français de la dette senior (Bankers Trust, Citibank, Barclays, Samuel Montagu) et mezzanine (ICG, KLEINWORT BENSON, FIRST BRITANNIA) aux côtés, ou au détriment, des banques françaises.
 - à l'évolution de la mentalité des dirigeants des grands groupes français qui, dans le cadre de leur politique (leur mode ?) de recentrage, considèrent dorénavant les financiers comme des acquéreurs crédibles pour leurs activités périphériques qui, à la différence d'acheteurs industriels, ne lancent pas de restructuration des activités reprises (et n'engendrent donc pas de retours de bâton médiatiques désagréables).
 - à l'autorisation probable à court terme des fonds de pension qui drainant une épargne longue devraient être des pourvoyeurs importants de capitaux pour les fonds d'investissements.
 - à la diminution des rendements sur les placements garantis (à cause de la baisse des taux) qui repositionne favorablement l'investissement à risque.
 - aux espoirs de liquidité améliorée pour les investissements introduits en Bourse, grâce à la création en cours du « Nouveau Marché » boursier pour les valeurs de croissance.
- Après une phase de forte expansion puis une période de consolidation, le marché français de LBO devrait ainsi connaître dans les années à une deuxième phase de croissance plus modérée et moins sensible à la conjoncture économique. Cette phase devrait s'accompagner d'une amélioration de la performance globale provenant :
- d'une réduction du nombre des sinistres grâce à des montages financiers mieux calibrés,
 - d'un raccourcissement des durées de détention des participations,
 - d'une implication plus forte des équipes dans le suivi des participations,
 - d'une recherche plus sélective des entreprises dont la valeur stratégique sera financièrement reconnue par des acheteurs industriels en bout de course.
- Malgré tout, comme la plus belle femme qui ne peut offrir que ce qu'elle a, le LBO a beaucoup d'attraits mais n'est pas une panacée universelle pour résoudre tous les problèmes de transmission. Certaines

Le tableau emplois-ressources simplifié de la holding Y peut alors s'écrire :

Ressources	t 0	t 1	t 2	t 3	t 4	t 5	t 6	t 7
Capital et emprunt	90,0							
Dividendes ¹	10,0 ²	8,4	9,8	11,2	12,6	14	15,4	16,8
Crédit d'impôt ³		1,7	1,5	1,3	1	0,6	0,2	0
TOTAL	100,0	10,1	11,3	12,5	13,6	14,6	15,6	16,8

Emplois	t 0	t 1	t 2	t 3	t 4	t 5	t 6	t 7
Achat titre	100,0							
Intérêts ⁴		5	4,5	3,8	2,9	1,9	0,6	0
Rbt dettes		5,1	6,8	8,7	10,7	12,7	6,0	0
Variation Trésor.	0	0	0	0	0	0	9,0	16,8
TOTAL	100,0	10,1	11,3	12,5	13,6	14,6	15,6	16,8
Encours Dette	50	44,9	38,1	29,4	18,7	6,0	0	0

1. On suppose qu'on ne distribue par mesure de prudence que 70 % du résultat net (RN).
2. Correspond au dividende exceptionnel.
3. A cause du mécanisme d'intégration fiscale (possible si Y détient plus de 95 % de X), on peut déduire les intérêts du bénéfice imposable consolidé X et Y, ce qui revient à un crédit d'impôts de 34 % sur les intérêts.
4. On suppose que la dette de 50 MF porte intérêt à 10 %.

RENDEMENT DE L'INVESTISSEMENT

Si l'on considère que, en année t i, la société X est valorisée à 10 fois le RN de l'année t i moins la dette de montage résiduelle pour la même année, on peut évaluer le taux de retour sur investissement (TRI) de l'actionnaire.

	t 0	t 1	t 2	t 3	t 4	t 5	t 6	TRI (%)
Au bout de 3 ans	- 40	0	0	(10x16) - 29,4 = 130,6				48,3
Au bout de 4 ans	- 40	0	0	0	(10x18) - 18,7 = 161,3			41,7
Au bout de 5 ans	- 40	0	0	0	0	(10x20) - 6 = 194		37,1
Au bout de 6 ans	- 40	0	0	0	0	0	(10 x 22) - 0 = 220	30,8

- contraintes viennent en effet partiellement contrebalancer les effets bénéfiques du LBO (que sont la mobilisation des équipes, la meilleure allocation des actifs, l'amélioration du retour sur capitaux investis :
- la nécessité de dégager des bénéfices et un cash-flow récurrents pour assurer le service de la dette d'acquisition, ce qui rend la société très fragile face aux aléas conjoncturels (on se souviendra en effet de la fin piteuse du LBO/RES sur Jeanneau, fabricant de voiliers, dont le développement et les finances ont été mis à mal par la restriction sur la loi Pons de défiscalisation dans les DOM-TOM et par les effets récessionnistes engendré par la Guerre du Golfe) ;
 - le frein que ces contraintes de remboursement introduisent sur la croissance in-

terne et externe (Fougerolle, qui a fait l'objet d'une reprise en LBO par ses salariés il y a quelques années, n'a pu proposer récemment de racheter Spie Bagnolles qu'à travers un paiement en titres et non en cash) ;

- l'obligation enfin d'inscrire le plan de développement stratégique de l'entreprise à l'intérieur du laps de temps restreint (3/5 ans) courant entre la reprise de l'entreprise et le débouclage du LBO.

La créativité des équipes de spécialistes du LBO a été mise à contribution pour tenter de desserrer ce carcan de contraintes et élargir ainsi la population des « LBO-isables ». Il serait néanmoins illusoire de considérer que chaque société puisse être, moyennant quelques aménagements mineurs, candidate à ce mécanisme. ■

L'ÉVOLUTION DU CAPITAL DÉVELOPPEMENT AU SERVICE DE L'INDUSTRIE

par Giampaolo Schiratti

Le capital développement consiste en quelque sorte pour un actionnaire, disposant de moyens financiers, d'investir ces derniers (le plus souvent en prenant une participation minoritaire) dans une société qui, pour une certaine raison (secteur d'activité en croissance, produits ou service innovant, nouvelle approche...) doit connaître une croissance forte des profits (et donc un retour intéressant sur investissement) et dont les dirigeants, autres actionnaires ou fondateurs ne disposent pas des fonds nécessaires à en assurer la croissance.



L'origine du capital développement

En d'autres mots, l'investisseur met à disposition d'une équipe dans laquelle il a confiance et dont il croit qu'elle dispose d'un savoir faire (produit, part de marché, idée...), les capitaux nécessaires pour que cette équipe puisse réaliser son projet. En échange, l'investisseur profite de la croissance des profits (ou de la valeur) générée par cette équipe et obtient un rendement sur son capital investi supérieur à ce qu'il pourrait obtenir d'un investissement financier.

Les difficultés du capital développement

En période de récession, comme l'Europe a connu ces dernières années, les secteurs en croissance ou les produits ou les idées porteuses deviennent plus rares. Non seulement donc les occasions diminuent mais également les besoins des entreprises évoluent. Quand la croissance fait défaut, on doit recourir à de nouvelles approches. La gestion doit se faire plus précise et plus stricte, souvent des restructurations sont nécessaires, parfois des rapprochements avec des concurrents s'imposent pour garder la compétitivité. Il faut disposer également d'un maximum de savoir-faire (non seulement relatif à ses produits et services mais également en fiscalité, optimisations en tout genre...)

La mise à disposition de capitaux, soit le capital développement classique, ne suffit donc plus, car ce qui manque aux entreprises ce n'est plus seulement le capital mais des savoir-faire complémentaires aux leurs.

L'évolution du capital développement au service de l'industrie

Il ne faut évidemment pas que l'investisseur tombe dans le piège de vouloir gérer les sociétés à la place du management. « A chacun son métier ». Un investisseur (et ses équipes) a évidemment moins de chance de bien gérer une usine, mettre au point un produit, négocier avec les clients que les équipes dont c'est le métier. Mais, inversement, ces équipes, qui souvent connaissent très bien leur travail mais qui ont rarement eu des expériences diversifiées et complètes, ont besoin d'être épaulées, voire dirigées sur certains sujets.

Le choix des hommes, par exemple. Clairement, un actionnaire qui a un horizon

plus large et plus de contacts et qui, grâce au recul par rapport au quotidien, peut mieux juger des qualités et défauts d'une équipe, doit pouvoir apporter un plus à une société sur le choix des hommes.

Les contacts avec les concurrents ensuite. Ceux-ci, nous l'avons vu, sont indispensables en période de crise (et probablement en tout cas). L'actionnaire a beaucoup plus de chance d'aboutir à des contacts intéressants. En effet grâce à son réseau supérieur de relations, il aura plus de points d'approche et le concurrent acceptera plus facilement de discuter avec quelqu'un qu'il ne rencontre pas tous les jours sur ses propres marchés.

L'optimisation en tout genre également (fiscalité, finance...). Là aussi l'actionnaire dispose a priori d'un savoir-faire supérieur qui peut permettre d'améliorer les performances de l'entreprise alors que le management, concentré sur son métier, n'a pas toujours les compétences ou le temps pour s'y concentrer suffisamment.

Et, la liste des points (mise au profit d'expériences acquises dans d'autres secteurs, ouverture de marchés, ouverture géographique...) où l'actionnaire peut être complémentaire à la société dans laquelle il a investi ne s'arrête pas là, même si cette dernière est présente dans des métiers

dans lesquels l'actionnaire n'est pas présent par ailleurs. Cependant pour pouvoir exercer son métier d'actionnaire et aider à augmenter la valeur de son investissement, il faut (et j'exprime ici une conviction personnelle, dictée notamment par l'expérience, plus qu'une idée universellement acceptée) qu'il puisse avoir une relation binaire avec la société et qu'il dispose d'une totale « liberté » dans l'exercice de son métier. Et ceci n'est le cas que s'il a le contrôle effectif de son investissement. Autrement, il partage son rôle avec d'autres investisseurs qui ont les mêmes savoir-faire que lui (ou proches) et qui ne pourront donc les exercer à fond. Le pouvoir (car d'une certaine façon il s'agit de cela) reste un exercice solitaire.

L'exemple de la Société Centrale d'Investissements

La Société Centrale d'Investissements (« SCI ») a pratiqué, jusqu'à fin 1991, le capital développement classique. En choisissant des entreprises qui, pour une raison ou une autre (secteur en croissance, immobilier, rôle d'arbitre possible entre deux familles d'actionnaires...), présentaient des opportunités de valorisation ; en y prenant



des participations minoritaires ; en laissant la gestion à une équipe dirigeante, tout en exerçant un certain contrôle mais pas de rôle direct ; la SCI s'est assurée des résultats très intéressants et des retours sur capitaux investis de tout premier ordre.

En début 1992, alors que la crise commençait à peser sur les économies européennes, et sous l'impulsion de l'entrée d'un nouvel actionnaire dans son capital, la SCI a décidé de pratiquer un autre type d'investissement (tout en continuant à saisir des opportunités de capital développement classique, quand celles-ci se présentent). En se dotant d'une équipe dirigeante restreinte mais avec une forte expérience dans l'agro-alimentaire, la SCI a pratiqué une politique de prise de contrôle de sociétés présentes dans l'agro-alimentaire. Les acquisitions plus importantes réalisées ont été celle du groupe BARRY, leader mondial de la

première transformation de la fève de cacao et de la production de chocolat et celle du groupe VITAL/SOGEVIANDES qui, avec sa marque CHARAL, est le leader français des produits élaborés à base de viande bovine. Il s'agit de deux sociétés complètement différentes, non seulement par leur secteur d'activité, mais surtout par leur caractéristiques : la première bien gérée, génère des résultats positifs et satisfaisants et est dans un secteur relativement mûr mais cyclique et avec très peu de concurrents ; la deuxième dispose de produits très innovants mais est dans un secteur très difficile et très concurrenté et souffre d'une gestion précaire.

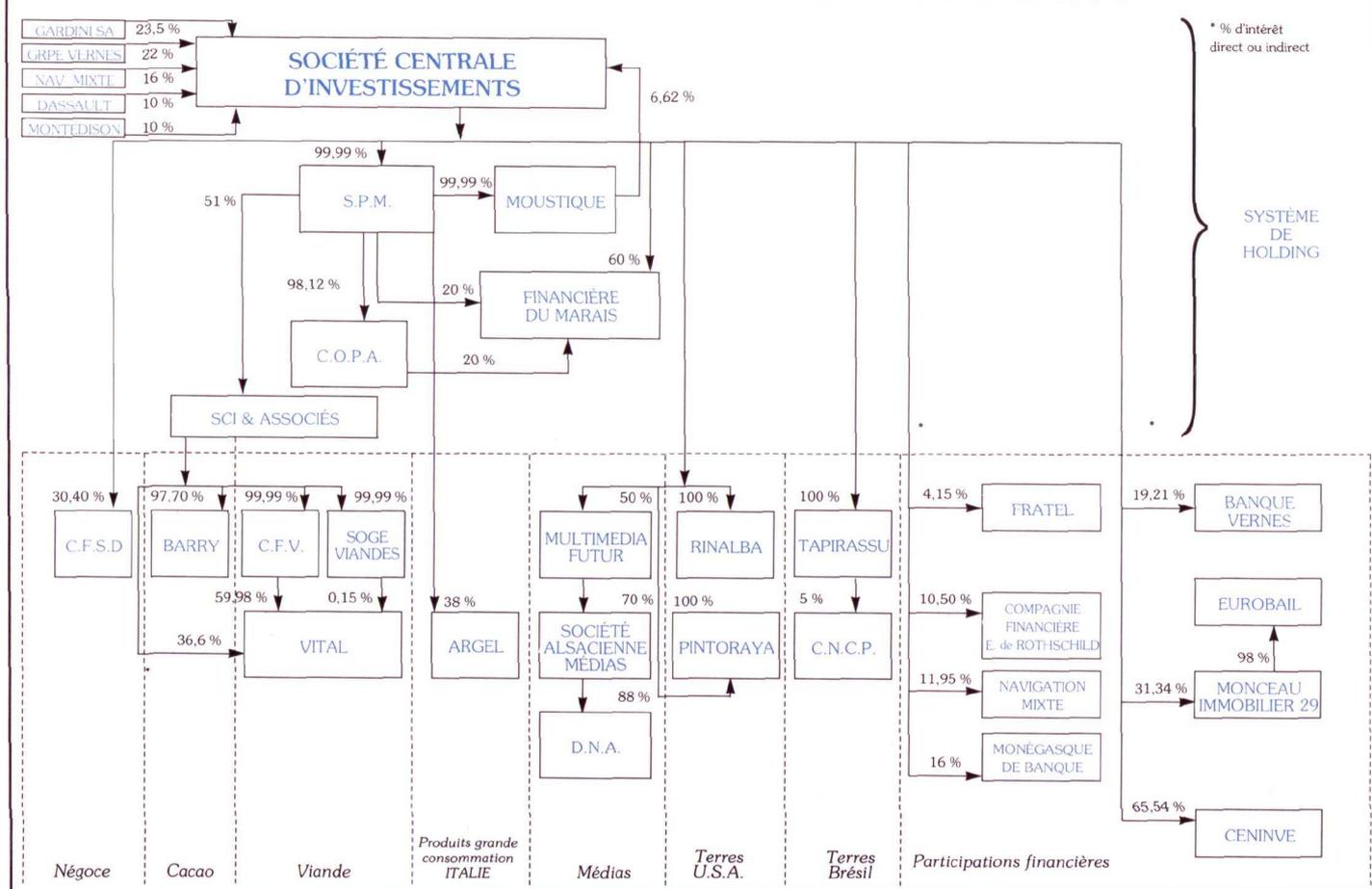
Pourtant, malgré ces différences, SCI a pu exercer son « métier » d'actionnaire et générer, grâce à son rôle, une importante création de valeur.

En effet, pour HARRY il s'est agit de nouer des contacts avec les concurrents, afin d'entreprendre une dynamique de rappro-

chement, de modérer certaines velléités d'investissements non justifiées par la maturité du secteur ; pour VITAL par contre il s'est agit de choisir une équipe dirigeante capable de mener la nécessaire restructuration de l'entreprise et du secteur, d'aider à resserrer la gestion et réaliser les optimisations nécessaires, d'établir les contacts avec les pouvoirs publics nécessaires à résoudre certains problèmes de l'entreprise. Tout ceci sans jamais prendre la place du management mais en parfaite complémentarité avec celui-ci.

Les résultats actuels de la SCI (très négatifs sur 1993 et 1994), qui sont les conséquences d'un certain nombre d'investissements erronés, ne permettent pas encore de le voir. Mais il s'agit certainement d'un bon exemple d'évolution d'un capital développement classique à une attitude plus agressive et active au service de l'industrie... et évidemment des actionnaires. ■

SCHÉMA DES PARTICIPATIONS AU 31 DÉCEMBRE 1994



LES CAISSES D'ÉPARGNE ET LE FINANCEMENT EN FONDS PROPRES DES PME

par François Drouin

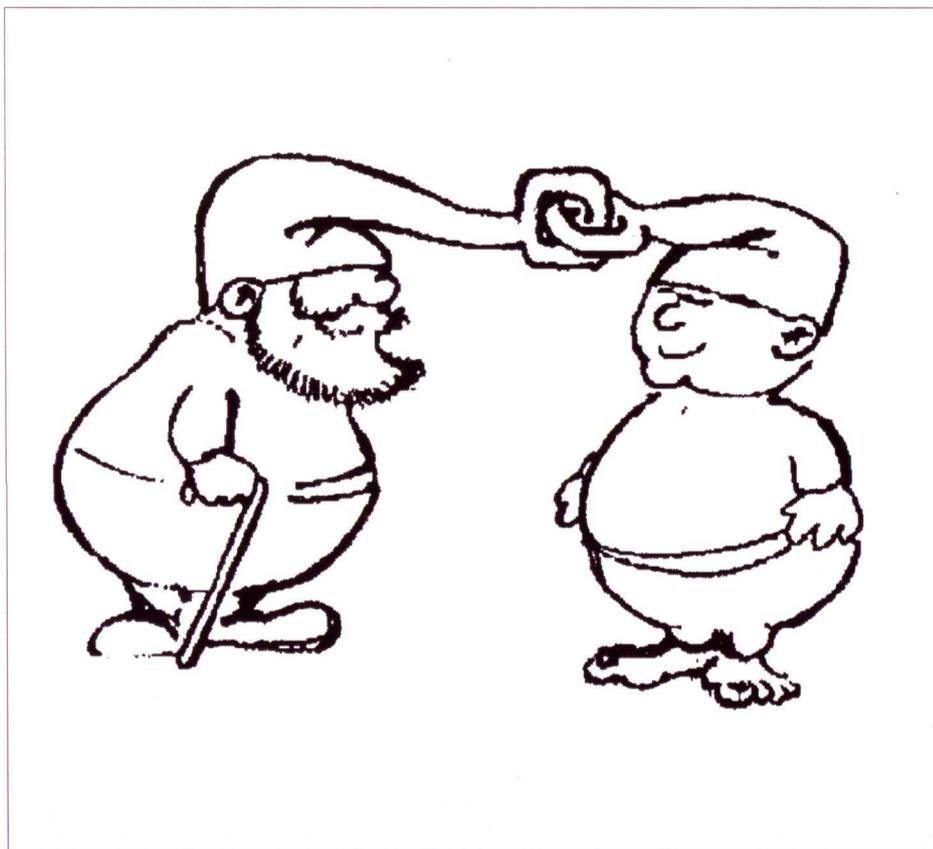
C'est seulement depuis 1987 qu'un décret a autorisé les Caisses d'Épargne à recevoir les dépôts des entreprises et à leur accorder toutes formes de concours bancaires. Ce n'est donc que progressivement, à partir de cette date, qu'elles se sont intéressées aux entreprises.

Mais le mouvement ne s'est vraiment accéléré qu'à partir de 1991/92 lorsque le réseau de l'Écureuil a adopté sa nouvelle « configuration » en se regroupant, en métropole, autour de 31 Caisses de taille régionale. Plus puissant, s'étant mieux organisé, ayant acquis et regroupé les compétences nécessaires, le réseau des Caisses d'Épargne allait pouvoir développer avec le monde des entreprises des relations de proximité qui font déjà sa force sur le marché des particuliers et des collectivités locales.

L'idée a fait son chemin, et, ce qui n'était en 1987 qu'une autorisation ministérielle, est devenu aujourd'hui une réalité : pour parler de celle que je connais, la Caisse d'Épargne de Midi-Pyrénées réinjecte dans les entreprises régionales à peu près 15 % des crédits qu'elle accorde (60 % vont aux particuliers et 25 % aux collectivités locales).

Dans les années qui viennent, nous augmenterons la part des entreprises. Cette démarche ne résulte pas d'un grand raisonnement stratégique de chambre, mais simplement du fait que nous pouvons (j'allais presque dire aisément élargir notre rôle social de circuit court et direct de l'épargne, du marché des particuliers vers celui, tout proche, des entreprises locales. De l'un à l'autre, il n'y a qu'un pas à franchir sur place. Le petit entrepreneur, l'artisan, le commerçant sont aussi des particuliers et la capillarité de l'un à l'autre existe. Nous collectons à moindre coût l'épargne régionale. Réinjectons-la directement dans l'économie régionale.

Pour répondre aux besoins de leurs nouveaux clients, les entreprises (et plus elles sont petites, plus nous préférons), les Caisses d'Épargne se sont outillées selon des formules variables de région à région



(croissance externe, recrutements, formations intensives, etc...) et disposent aujourd'hui de la « panoplie » complète, y compris ce qui fait l'objet de cette série d'articles, des moyens de financement en fonds propres dans les PME.

A la lueur de cette jeune expérience, interrogeons-nous sur le « pourquoi » des fonds propres.

Quel intérêt cela présente-t-il de renforcer les fonds propres des PME ?

Certes, il vaut mieux être riche et bien portant que pauvre et... Il est donc utile d'accroître les fonds propres mais pourquoi ceux des PME ?

Rappelons d'abord que trois quarts des salariés de notre pays travaillent dans des PME. Près de 30 % travaillent dans des entreprises de moins de 20 salariés. Et ces proportions ne cessent d'augmenter, car ce

sont dans les entreprises petites que les effectifs cumulés augmentent, tandis qu'ils diminuent dans les plus grandes. Quelques chiffres donneront l'ampleur au mouvement : on dénombre en France en 1992, 500 000 emplois de plus dans les entreprises de 1 à 9 salariés qu'on en dénombrait dix ans plus tôt. On en dénombre 400 000 de plus dans les entreprises de 10 à 49 salariés, toujours sur la même période. Simultanément, ces accroissements d'effectifs dans les très petites, petites et moyennes entreprises sont contrebalancés par des réductions dans les grosses où la réduction des emplois a été de 620 000.

Ainsi, les TPE (Très Petites Entreprises), les PME, se caractérisent par l'emploi.

Les renforcer, c'est renforcer l'emploi.

On veut donc chercher à les doter en fonds propres et se dire que cela fera du bien pour l'emploi.

C'est une première raison et elle est d'importance.

Mais est-on bien sûr que c'est de fonds propres dont elles ont le plus besoin ?

Certes, il vaut mieux être bien portant et riche que malade et... Mais, pour les PME, la priorité est-elle vraiment aux fonds propres ? Tous le disent (chefs d'entreprises, sauf pour la leur !) ; pouvoirs publics, élus et même les banquiers !... Alors que faut-il en penser ?

Eh bien je pense que c'est vrai. C'est bien leur priorité.

Observons, en effet, les taux d'endettement des petites entreprises : ils sont bien supérieurs à ceux des grandes. Dans l'ensemble des branches de l'activité économique ou presque, le taux d'endettement des petites entreprises est pratiquement supérieur du tiers à la moitié, à celui des grandes. Les PME trouvent des financements ; contrairement à une idée reçue, elles ne les trouvent pas à de pires conditions que les grandes ; mais elles en prennent, comparativement à leur structure, une plus grande quantité que les grandes. C'est le volume qui les charge et qui leur pèse.

Cela a une double conséquence : elles ont, plus que les grandes entreprises, le sentiment d'éprouver des difficultés de trésorerie et puis aussi, et c'est là que le bât blesse, elles sont globalement beaucoup moins rentables que les grandes entreprises. Leur dette leur coûte. L'excédent brut d'exploitation des entreprises de plus de 500 salariés atteint 31 % de leur valeur ajoutée, tandis qu'il n'est que de 21 % pour les entreprises de 1 à 19 salariés.

Peu rentables les petites entreprises. En tous cas moins que les grandes. On comprend donc que les fonds propres ne s'y investissent pas massivement. La boucle est bouclée, au moins au plan macro-économique.

Et pourtant, il serait utile à l'entreprise, à l'économie, à l'emploi, à la société, que davantage de fonds propres s'investissent dans les petites et moyennes entreprises. Seulement ils n'y vont pas naturellement, ne serait-ce que parce qu'aujourd'hui ces entreprises sont globalement moins rentables. On ne saurait mieux décourager les investisseurs.

On voit donc tout l'intérêt qu'il y aurait à casser ce cercle vicieux, à inciter, à encourager les flux d'épargne, réels et considérables de notre pays, à s'orienter vers les fonds propres des TPE et PME. Financièrement mieux structurées, ces entreprises s'avèreraient plus résistantes aux

Photo L. Loiseau - Copyright - Tous droits réservés.



François DROUIN,
IPC 76.
Président du Directoire
de la Caisse d'Épargne,
Vice-Président de
l'Institut Régional de
Développement Industriel
de Midi-Pyrénées.

épreuves et mieux armées pour la croissance. Moins endettées, ou, pour les plus dynamiques, dotées d'un endettement mieux sécurisé, elles pourraient devenir plus rentables et récompenser l'investisseur patient.

Alors, comment le faire ? Beaucoup y songent. Le gouvernement, qui en a saisi tout l'enjeu, s'emploie à renforcer l'armature des TPE et PME par des mesures incitatives.

Certains premiers pas ont été franchis : aujourd'hui chaque contribuable bénéficie d'une déduction fiscale de 25 000 Francs (50 000 pour un couple)* investis en fonds propres dans des entreprises de proximité. Il est régulièrement question d'élever cette possibilité de déduction, dont l'attractivité sera également accrue avec le « nouveau marché », troisième marché des actions, pour les petites entreprises, qui verra le

* Jusqu'au 31/12/96 : 37 500 F (75 000 pour un couple).

jour en 1996. On peut, en effet, espérer y trouver un peu de liquidité qui fait aujourd'hui défaut sur ce marché à faibles échanges.

Mais nous butons, il faut bien le dire, sur une autre difficulté. C'est la faiblesse de la demande en fonds propres des PME. Si chaque chef d'entreprise s'accorde sur l'idée que les PME, en général, manquent de fonds propres, rares sont ceux, comme je le disais plus haut, qui estiment que cela concerne leur propre entreprise. Peut-être cela pourrait les concerner à terme... pas pour l'instant en tous cas.

En réalité, ils ne sollicitent des fonds propres que dans quatre circonstances :

- 1) Ils ont besoin d'argent pour eux-mêmes et cherchent à vendre des parts (ah... les piscines...);
- 2) Ils ont un problème de majorité et cherchent un rééquilibrage (ah... les beaux-frères...);
- 3) Ils veulent faire un LBO ;

- 4) Ils veulent renforcer les fonds propres de leur entreprise. Cette quatrième occurrence est, sans nul doute, la plus rare. Ce devrait être la plus fréquente, car c'est la plus utile à l'entreprise et à l'économie.

Alors le temps passe et arrive l'heure de la succession non préparée. Parfois non désirée. Impromptue. Avec elle, le cortège d'incertitudes (ah... les veuves...): ce n'est plus le meilleur moment pour un renfort serein en fonds propres (ah... les radeurs...).

Chevaliers noirs, chevaliers blancs, l'entreprise n'est plus qu'une proie.

Quel dommage.

Souhaitons que les chefs d'entreprise aient la sagesse de désirer suffisamment tôt des renforts en fonds propres. Et que les investisseurs aient la lucidité de comprendre que la patience est leur première vertu.

C'est ce que nous nous disons à chaque investissement. ■

Accompagner une entreprise, c'est raisonner comme elle.

Le groupe Crédit National intervient dans l'étude, le montage et la syndication de grands projets d'infrastructures et d'équipements collectifs. Il accompagne notamment les partenaires industriels dans les réponses aux appels d'offres en concession ou apporte aux grandes collectivités publiques des conseils juridiques et financiers.



INFRASTRUCTURES ROUTIÈRES

Ouvrages d'art à péage à Lyon, Amsterdam et en Angleterre ■ Autoroutes à péage en région parisienne ■ Parkings

TRANSPORTS COLLECTIFS

Métro-bus de Rouen ■ Tramways de Nantes, Grenoble et Strasbourg

ENVIRONNEMENT

Traitement des eaux à Troyes et Barcelone ■ Tri, recyclage et incinération des déchets au Creusot-Montceau, à Annemasse, dans le département de l'Essonne et à Birmingham

GRANDES COLLECTIVITÉS PUBLIQUES

Etat (TGV Est) ■ Région Ile-de-France ■ Région Basse-Normandie ■ Ville de Lyon



GROUPE CRÉDIT NATIONAL

DÉPARTEMENT DU FINANCEMENT DES ÉQUIPEMENTS COLLECTIFS - 45, rue Saint-Dominique 75700 Paris 07 SP - TÉL : 45 50 94 35 - 45 50 92 39

PRODUITS STRUCTURÉS

par François Girod

Les entreprises industrielles et les investisseurs institutionnels sont chaque jour confrontés dans leur gestion financière à deux risques majeurs : le risque de change et le risque de taux.

Options et risque de marché

Le premier résultat des fortes variations entre les principales devises utilisées soit à l'importation ou à l'exportation (\$, DM, JPY pour ne citer que les trois premiers), soit pour investir sur des marchés financiers hors de l'Hexagone.

Le SECOND provient de la déréglementation des marchés financiers mondiaux, qui a instauré une fluctuation, fondée sur l'offre et la demande des taux court terme (Pibor par exemple) aussi bien que long terme (Marché des Obligations d'État telles que OAT, BTAN...).

Pour essayer de maîtriser ces risques, les entreprises ont d'abord utilisé les marchés à terme, comme en France le MATIF, qui s'est développé avec succès sur les contrats de « futures » Notionnel et Pibor 3m. Ces contrats permettaient aux utilisateurs de couvrir leur risque de taux à une échéance standard (sept./déc./mars/juin).

Ces marchés ont ensuite secrété des produits dérivés tels que option de change ou option de taux (Call, Put, Cap, Floor). Les options offrent la faculté, mais non l'obligation, de couvrir une position de change ou de taux à un niveau donné, pour une échéance donnée,

moyennant le paiement d'une prime plus ou moins élevée.

Options de seconde génération

En moins de dix ans, le développement du marché des options a été très rapide et aujourd'hui, une large palette de produits est à la disposition des intervenants financiers. Mais il convient de distinguer parmi ces « structures » variées, celles qui sont des combinaisons plus ou moins élaborées de calls ou de puts, et les nouvelles générations d'options qui dépendent du profil de risque de l'utilisateur.

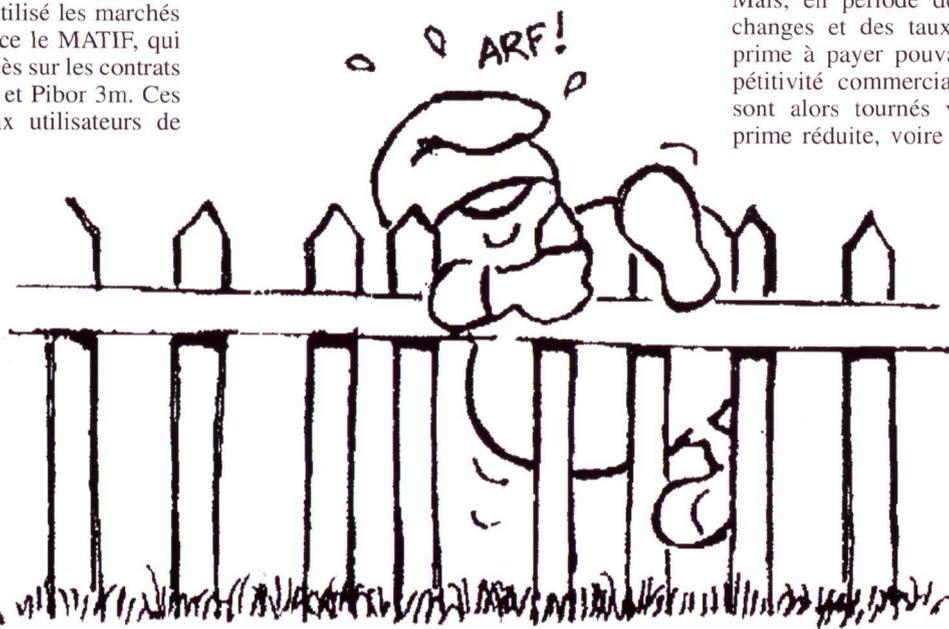
L'essentiel de ces options est né d'une demande des entreprises, soit de diminuer la prime en achetant des options couvrant le risque au sens strict - options à barrière -, soit de mieux s'adapter à la réalité du risque de change encouru - les options sur moyenne ou options exotiques -, soit enfin de profiter au mieux des fluctuations du sous-jacent, quitte à payer cette fois une prime plus forte - options look-back.

Les options de première génération couvrent un risque à terme, qu'il soit potentiel ou existant, sur une échéance voulue.

Ce type de couverture convenait et convient toujours à une entreprise qui désire couvrir un contrat commercial ponctuel.

Mais, en période de forte volatilité des changes et des taux, l'importance de la prime à payer pouvait peser sur la compétitivité commerciale. Les trésoriers se sont alors tournés vers des stratégies à prime réduite, voire nulle :

- Le terme en fourchette ou « risk reversal » constitué par des achats de calls (respectivement de puts) financés par des ventes de puts (respectivement de calls). Le risque de perte est alors illimité.
- Les calls spreads (respectivement les puts spreads) constitués d'a-



chat de calls (respectivement de puts) financés par la vente de calls (respectivement de puts) à des prix d'exercices supérieurs (respectivement inférieurs), ce qui implique une espérance limitée du gain.

Les options de seconde génération couvrent non seulement un cours à l'échéance mais peuvent aussi, selon les cas, s'activer pendant la durée de vie du contrat. Cette première particularité permet de satisfaire la première exigence de l'entreprise : une prime plus faible que celle d'une option classique de mêmes caractéristiques.

L'option à barrière présente **une probabilité non nulle**, de ne jamais s'activer - dans le cas d'une option avec barrière activante ou option knock-in -, ou de se désactiver - dans le cas d'une option désactivante ou option knock-out -, la valeur temps de ces options est plus faible que celle d'une option classique correspondante. De plus, les barrières peuvent être doubles, voire multiples.

Application aux produits structurés

Toutes les options évoquées ci-dessous peuvent être combinées et intégrées dans un seul et même produit « package » qui réponde aux souhaits et aux anticipations de marché de l'investisseur : ce sont les produits structurés.

Ces produits, fondés sur l'utilisation de supports classiques (dépôts, CD ou BMTN) combinés à des produits dérivés (swaps et options) permettent à l'entreprise de placer un montant déterminé à horizon d'un an par exemple, avec la garantie de récupérer à l'échéance l'intégralité de son investissement assorti d'une rémunération dépendante de l'évolution d'un sous-jacent déterminé à l'origine.

Ces produits structurés tirent profit de telle ou telle anticipation de marché bien mieux qu'un investissement classique. Deux exemples le montrent :

Exemple 1

Un investisseur souhaite placer 100 m F sur deux ans au taux Pibor 3m.

Il peut alors acheter un BMTN émis par une banque de la place qui lui rapportera Pibor 3m chaque trimestre (taux coupon = Pibor 3m).

Si de plus, cet investisseur estime que dans les deux ans qui viennent, le taux Pibor 3m oscillera entre 5 et 7 %, alors nous pouvons proposer un produit structuré qui



**François GIROD,
PC 80.**

Après des études de MS à Cornell University et une coopération chez Sofrerail Nigéria, F. Girod est entré chez Esso France, où il a successivement exercé le métier d'Ingénieur Commercial puis d'Analyste Marketing. Il a ensuite passé 7 ans dans une banque française en salle des marchés, en tant que Trader-Arbitragiste, puis Trésorier Franc de la Banque. Il a également développé l'activité de Marchés avec la clientèle Entreprises et Institutionnels avant de rejoindre, il y a deux ans Lehman Brothers comme responsable de clientèle sur les marchés de taux d'intérêt.

pourrait être le suivant : BMTN avec coupon Pibor 3m + 0,80 %, si le taux Pibor 3m est situé entre 5 et 7 % et coupon = 0 (la contatation est hebdomadaire).

Si l'investisseur a raison, il aura placé ses fonds à un rendement amélioré de 0,80 % par rapport à un placement classique.

Exemple 2

Un investisseur en Francs estime que l'Italie satisfera d'ici trois ans aux fameux critères de convergence et intégrera l'Union Monétaire Européenne le 1/1/1999. Il pense que la lire italienne va s'apprécier graduellement son niveau actuel de 1 DM = 1200 ITL à 1 DM = 1000 ITL.

Comment en tirer parti ?

Il peut investir dans un BMTN trois ans qui aura les caractéristiques suivantes :

- 1) Coupon la première année
si 1 DM = 1150 ITL dans l'année
Coupon = 8 % (au lieu de 6 % sur le marché)
- sinon
Coupon = 3 %.
- 2) Coupon la deuxième année
si 1 DM = 1100 ITL dans l'année
Coupon = 8 % (au lieu de 6 % sur le marché)
- sinon
Coupon = 3 %.
- 3) Coupon la troisième année
si 1 DM = 1050 ITL dans l'année
Coupon = 8 % (au lieu de 6 % sur le marché)
- sinon
Coupon = 3 %.

L'investisseur, s'il a eu raison, aura ainsi amélioré le rendement de son placement de 2 % par rapport au marché. (Il aura tout de même reçu un coupon minimum de 3 % dans le cas contraire).

Conclusion

L'apparition des options de seconde génération (options à barrière, activante ou désactivante, option sur moyenne, etc...) a permis l'éclosion de toute une gamme de produits de placements dits « structurés », c'est-à-dire formés de l'adjonction de divers types d'options ou de séries d'options destinées à concrétiser l'idée d'un investisseur sur un marché donné et de lui en faire profiter.

Ce type de placements, taillé sur mesure pour l'investisseur, nous semble promis à un bel avenir. ■

LU POUR VOUS



UNE AUTOROUTE DANS SA RÉGION

L'autoroute Esterel, Côte d'Azur, Provence, Alpes

A l'heure des grands axes autoroutiers européens, peu d'entre nous se souviennent encore des célèbres embouteillages de la nationale 7.

En 1956, la première autoroute à péage est construite entre Puget-sur-Argens et Villeneuve-Loubet, pour traverser le massif de l'Esterel. C'est à la Société des Autoroutes Esterel, Côte d'Azur, Provence, Alpes (ESCOTA) que ce travail est confié.

Après ce premier tronçon, ESCOTA maille progressivement la région Provence - Alpes - Côte d'Azur d'un réseau d'autoroutes indispensables à son développement économique.

C'est cette histoire riche en péripéties, tours de force et inno-

ventions, que nous racontons aujourd'hui les hommes et les femmes d'ESCOTA.

Ils nous invitent à une découverte de cette autoroute et de la région dont elle est depuis 40 ans le poumon indispensable.

Sommaire

Un réseau autoroutier régional Traverser l'Esterel

Les premiers pas d'ESCOTA

Le maillage d'une région

Les nouvelles frontières de l'autoroute

L'autoroute, une entreprise au quotidien

Un volume broché 20,5 x 23,5, 192 pages en couleur, 260 F. En vente aux Presses de l'École Nationale des Ponts et Chaussées et dans les librairies (Diffusion Dunod).

RÉSISTANCE AU CHOCS DES STRUCTURES EN BÉTON

Du comportement du matériau au calcul des ouvrages

François Toutlemonde

Ce document s'inscrit comme une étape vers la maîtrise de la résistance au choc des structures en béton, en développant la connaissance du comportement dynamique du matériau pour mieux calculer les ouvrages vis-à-vis des chargements accidentels.

Une première partie récapitule les mécanismes physiques mis en évidence grâce aux essais de traction directe à des vitesses échelonnées du régime quasi-statique au domaine atteint lors des chocs durs (technique des barres de Hopkinson), et propose plusieurs expressions de l'évolution de la résistance avec la vitesse, en fonction des paramètres caractéristiques du matériau. On a pu en déduire une optimisation du béton par rapport aux sollicitations dynamiques rapides.

Une seconde partie décrit l'essai de dalles au tube à choc, mis au point pour valider sur une structure modèle les résultats obtenus à l'échelle du matériau. Les données recueillies sur 24 dalles constituées de différents bétons, armés ou non, sont présentées en détail. Leur analyse permet de tester plusieurs méthodes de calcul approchées, et de définir un cahier des charges incontournable pour des modèles de calcul en dynamique plus sophistiqués, qui restent à développer.

Prix: 250 F TTC. LCPC, Laboratoire Central des Ponts et Chaussées, 58, boulevard Lefebvre, 75732 PARIS CEDEX 15



CONFÉRENCE DE JEAN MARIE LEHN



Dans le cadre du cycle de conférences, *Aux frontières du savoir*, Michel Juffé reçoit Jean-Marie Lehn, professeur de chimie des interactions moléculaires au Collège de France, prix Nobel de chimie, membre de l'Académie des Sciences. Il décrit sa vocation comme « non prévue, mais dont le goût s'est lentement formé », à partir d'expérimentations d'amateur, suivies d'une orientation progressive vers la chimie, après un passage rapide par la philosophie. L'essentiel de ses travaux porte sur les supermolécules.

La chimie est-elle la science de base ?

La chimie est la science de la matière « essentielle », au sens objectif du terme. *L'essence de la chose est sa constitution intime et nous ramène aux particules dont l'objet est constitué.* Cependant, cela ne veut pas dire qu'elle soit réductrice,

au sens classique, bien que ses fondements s'appuient sur la déduction.

Pour autant qu'elle traite de l'essence de la chose, du fait qu'elle ne remette pas *a priori* ses fondements en cause, contrairement à la physique ou aux mathématiques, elle ne saurait être une science singulière. Du point de vue du chimiste, *un objet fabriqué est une étape dans l'évolution.* L'analogie avec la littérature peut être faite.

La continuité de l'atome à la conscience : la déduction et la construction.

En s'appuyant sur l'analyse des propriétés des composants d'un objet, le chimiste déduit le niveau immédiatement supérieur. *L'atome n'a pas les propriétés de la molécule, mais on peut les combiner et déduire les propriétés de la molécule isolée.* De même cette molécule isolée ne possède pas les propriétés de la collectivité, *mais elle confère à l'ensemble des propriétés qui ne peuvent pas exister au niveau en-dessous, mais qui peuvent s'en déduire.* Il y a donc une continuité pouvant aller de l'atome, ou même du top-quark, à la vie, voire à la conscience. Cette continuité reste vraie même si les propriétés d'une molécule ne sont pas celles d'une collectivité de molécules. A chaque étape s'ajoutent les niveaux de complexité différents et, chimiquement, il n'est pas utopique de penser pouvoir définir ce qu'est la conscience, sachant que *la complexité peut se définir par la multiplicité des interactions entre ces objets, puis par une certaine intégration des interactions.* Quant à pousser le raisonnement à la conscience, *cela n'enlève pas le sentiment d'avoir quelque chose de spécial, ceci surtout dans la résonance que cela a pour nous. Ceci veut dire simplement que des produits nous font avoir des sentiments. Cela ne nous diminue en rien. Toute la richesse se trouve dans cette idée, à la condition d'essayer d'y réfléchir de façon ouverte et de penser qu'il y a là quelque chose de neuf.*

Il est important de rappeler l'idée que *le fait d'être déductible ne veut pas dire que cela est contenu. Un livre n'est pas contenu dans les mots du dictionnaire.*

Comment débouillir un œuf ?

Des phénomènes tels que l'irréversibilité n'introduisent qu'un niveau supplémentaire de complexité. Souvent rencontré à l'occasion de manipulations de matières vivantes, le temps est à intégrer comme un paramètre de complexité et non comme une barrière infranchissable. De même, procéder par *la déduction ne signifie pas perte de qualité*, l'important ne se trouvant pas dans les propositions, mais dans l'action de celles-ci. Des seuils existent sans qu'il y ait de véritables ruptures, bien que des trous subsistent. Il n'est pas exclu de pouvoir « *débouillir un œuf* ». On pense que la séquence temporelle conduit à mettre en place une structure. Ceci fait dire, *qu'en évoluant, la matière a appris.* Jean Marie Lehn estime donc que *l'irréversibilité est la déduction de la destruction des objets qui composent la réversibilité.*

Le virus est à la frontière de la vie et de la non-vie.

La définition possible de la matière vivante serait, pour le chimiste, caractérisée par *une croissance possible, une façon de se refaire soi-même, une multiplication et la possession de l'information pour se refaire.* Le virus illustre cette frontière, puisqu'il est une entité qui « *est morte dans le mort et vivante dans le vivant* ». L'approche du chimiste est relativement simple : tout ce qui est combinable peut être combiné. La biologie montre que cela est possible. Récusant une approche vitaliste, le virus survit par des mécanismes physico-chimiques, se fondant sur son adaptabilité à son milieu et faisant appel à des propriétés de reconnaissance moléculaire. Une substance donnée agit sur un site particulier et le perturbe. Il ne s'agit que d'interactions physico-chimiques.

La chimie est un jeu d'architecture.

Plus qu'une simple analogie, la chimie connaît des règles de construction. Atomes et molécules possèdent une géométrie déterminée. Leur connexion subit des dispositions particulières, telles les liaisons dites covalences ou faibles. Elles sont similaires à celles connues dans le bâtiment. La démarche du chimiste est à rapprocher de celle de l'architecte. Le caractère architectural particulier de la synthèse *est de ne pas faire de molécule d'origine naturelle, mais plutôt d'imaginer de nouvelles à construire. Il faut imaginer les propriétés que l'on voudrait voir dans la molécule pour ensuite la construire.* L'aspect esthétique de la synthèse est caractérisée par son efficacité et son originalité.

Une application importante de la chimie dans la société.

En biologie, si des applications des découvertes bio-mimétiques, telles que les cryptates étaient souvent indirectes et ne concernant que le diagnostic médical, et dont le rôle essentiel est de révéler la présence d'antigènes, on ne peut oublier le poids de l'industrie chimique dans l'économie. En Europe, elle est particulièrement développée, quoique l'orientation prise en direction des sciences biotechnologiques est préoccupant, tant le retard est flagrant en comparaison de la situation américaine.

La chimie reste une science d'avenir, tant il reste de choses à créer. Elle est la science du XXV^e siècle, voire au-delà. Jean-Marie Lehn conclue en citant Léonard de Vinci, « *là où la nature s'arrête de produire ses propres espèces, l'homme, se servant des choses naturelles, avec l'aide de la nature, commence à farer une infinité d'espèces* ».

ACCUEIL DES PREMIERE ANNÉE PAR LES ANCIENS

C'est cette année à Grenoble que les Anciens ont accueilli la nouvelle promotion des Ponts.

Dans les jardins des Mésanges, à Montbonnot, Pierre Bonafé, Président-Directeur Général de Cégélec a fait une allocution qui a été très appréciée par les élèves, tant du point de vue de la forme que du contenu. Il a su, à travers son discours, s'adresser aux élèves en évoquant son passé à l'École dans des termes très directs.

Le repas se déroula dans la bonne humeur, grâce à un service beaucoup plus rapide qu'il ne le fut à Salaunes, près d'Hourtin. Ainsi s'acheva cette soirée du 9 septembre 1995.

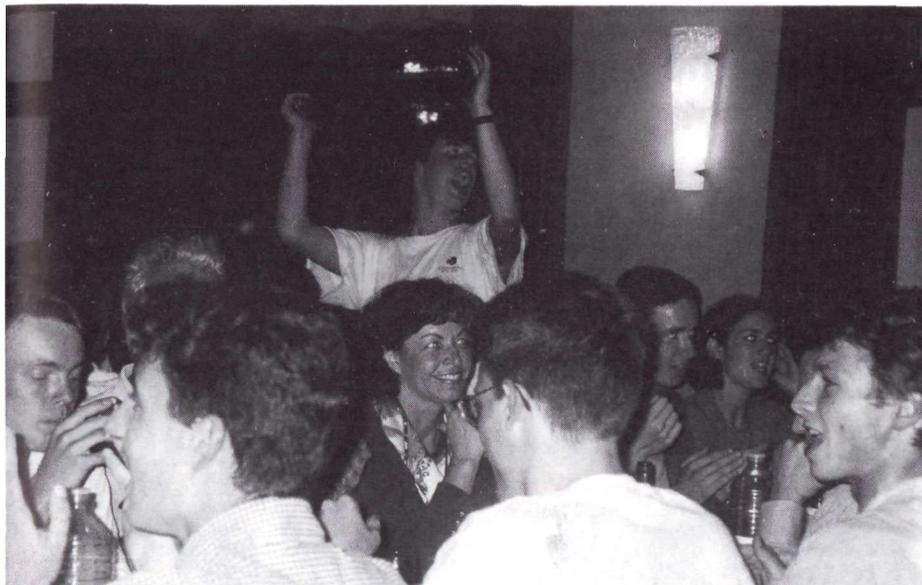
Claire Montauban

Pierre Bonafé.



AUTRANS

STAGE DE RENTRÉE



C'est dans le Massif du Vercors que s'est déroulé le stage d'intégration de la promotion '98. Les nouveaux élèves ont pu bénéficier à Autrans, d'un cadre magnifique et de logements chauffés sympathiques. Le soleil fut au rendez-vous pour une majeure partie de la semaine et l'ambiance joviale dans les soirées.

Le week-end BDE se démarqua par une soirée plus animée grâce à l'arrivée des invités qui venaient présenter les nombreuses associations que comporte l'École. Les activités d'eau vive, canyoning et rafting de la journée BDE remportèrent un franc succès, de même que la soirée de rencontre avec les anciens élèves. Le séjour se termina par un retour en fanfare des élèves à Paris puisque cette même fanfare était venue accueillir les nouveaux en Gare de Lyon.

Claire Montauban



ENTRAIDE SCOLAIRE AMICALE

VOILÀ UNE ACTION
COMPATIBLE AVEC LA
LIBERTÉ QU'AIMENT
LES RETRAITÉS...

Aider UNE HEURE par semaine UN élève qui a des difficultés scolaires et dont les parents ne peuvent payer des leçons particulières.

Leçons données à domicile, créant un lien d'amitié réciproque entre répétiteur et élève.

Les « matheux » sont fort appréciés de l'Association.

La Direction de la Formation Continue de l'École Nationale des Ponts et Chaussées organise chaque semestre des stages de formation dans les domaines suivants.

Vous pouvez appeler, en fonction du thème et/ou du secteur d'activité visé :

- Aménagement : Marie PREVOT	44.58.27.24
- Conduite de projets, contrats et marchés : Françoise DUPRE	44.58.27.18
- Environnement : Jacques LE BERRE	44.58.27.19
- Finances et gestion locales : Marie PREVOT	44.58.27.24
- Géotechnique : Michelle MAILFERT	44.58.27.12
- Gestion de trafic : Béatrice GELMANN-ZIV	44.58.27.20
- Gestion urbaine : Jacques LE BERRE	44.58.27.19
- Habitat, logement, immobilier :	
Françoise DUPRE	44.58.27.18
Jacques LE BERRE	44.58.27.19
Marie PREVOT	44.58.27.24
- Informatique : Pierre-Bernard TOUBOL	44.58.27.25
- Ouvrages d'art : Bernard NICOLAS-VULLIERME	44.58.27.26
- Ports et travaux maritimes : Michelle MAILFERT	44.58.27.12
- Route : André CARN	44.58.27.17
- Transports : Béatrice GELMANN-ZIV	44.58.27.20

ASSEMBLÉE GÉNÉRALE DE L'AAENPC DU MARDI 27 JUIN 1995

Deuxième partie



Le Ministre Bernard Pons, qui nous honorait de sa présence, a répondu essentiellement aux préoccupations de Jean Poullit et a apporté son soutien aux initiatives de l'École et de l'AAENPC.

Première résolution

L'Assemblée Générale, après avoir entendu le rapport de gestion du Comité sur l'administration morale et financière de l'Association et le rapport des Commissaires aux Comptes, approuve ces rapports ainsi que les comptes annuels, à savoir le bilan, le compte de résultats et l'annexe pour l'exercice clos le 31 décembre 1994 tels qu'ils sont présentés.

En conséquence l'Assemblée donne, pour l'exercice clos le 31 décembre 1994, quitus de leur gestion à tous les membres du Comité et de leur mandat aux Commissaires aux Comptes.

Deuxième résolution

L'Assemblée Générale décide d'affecter au poste report à nouveau du fond de dotation, le résultat de l'exercice.

Sur ce report à nouveau elle décide de maintenir un fonds de réserves spéciales de six millions de francs destiné à faire face aux charges des évolutions à venir.

Troisième résolution

L'Assemblée, constituée par les présentes, comme son mandataire spécial, le Président, demeurant à Paris VII^e, 28, rue des Saints-Pères, et lui donne pouvoir de, pour

elle et en son nom, prendre part à la constitution, sans appel public à l'épargne, d'une société anonyme à Conseil de Surveillance et Directoire dont les caractéristiques seraient les suivantes :

- Dénomination :
« PONTS FORMATION EDITION »
- Objet principal : développer toutes activités ayant pour but la diffusion de l'information scientifique et technique, l'expertise et la transmission des connaissances plus particulièrement dans les domaines d'excellence de l'École Nationale des Ponts et Chaussées.
- Capital : 5 455 000 F divisé en :
 - 54 550 actions de 100 F chacune, à souscrire :
 - 30 000 actions en numéraire par l'École (à libérer pour moitié lors de la souscription),
 - 24 550 actions en nature et en numéraire par l'Association.

Soit une répartition correspondant à 55 % par l'École et 45 % pour l'Association.

En conséquence, confirmer sa souscription et effectuer les apports.

Établir les statuts de la Société en conformité avec les lois et les règlements en vigueur.

Aux effets ci-dessus, signer les statuts ainsi que tous actes, documents, procès-verbaux, formuler toutes affirmations et déclarations et en général faire tout ce qui est nécessaire ou utile en vue de parvenir à la constitution de la Société et à l'acquisition par lui-même de la qualité d'actionnaire, le tout conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

Quatrième résolution

L'Assemblée Générale approuve l'initiative du Comité proposant de procéder à la création d'une fondation reconnue d'utilité publique dite :

« Fondation de l'École Nationale des Ponts et Chaussées » L'Assemblée Générale donne tout pouvoir au Président de l'asso-

ciation pour entreprendre les démarches en vue de cette création et à engager, avant même les apports des autres fondateurs sollicités, et au moment voulu une dotation initiale cinq millions de Francs correspondant au montant minimum légal.

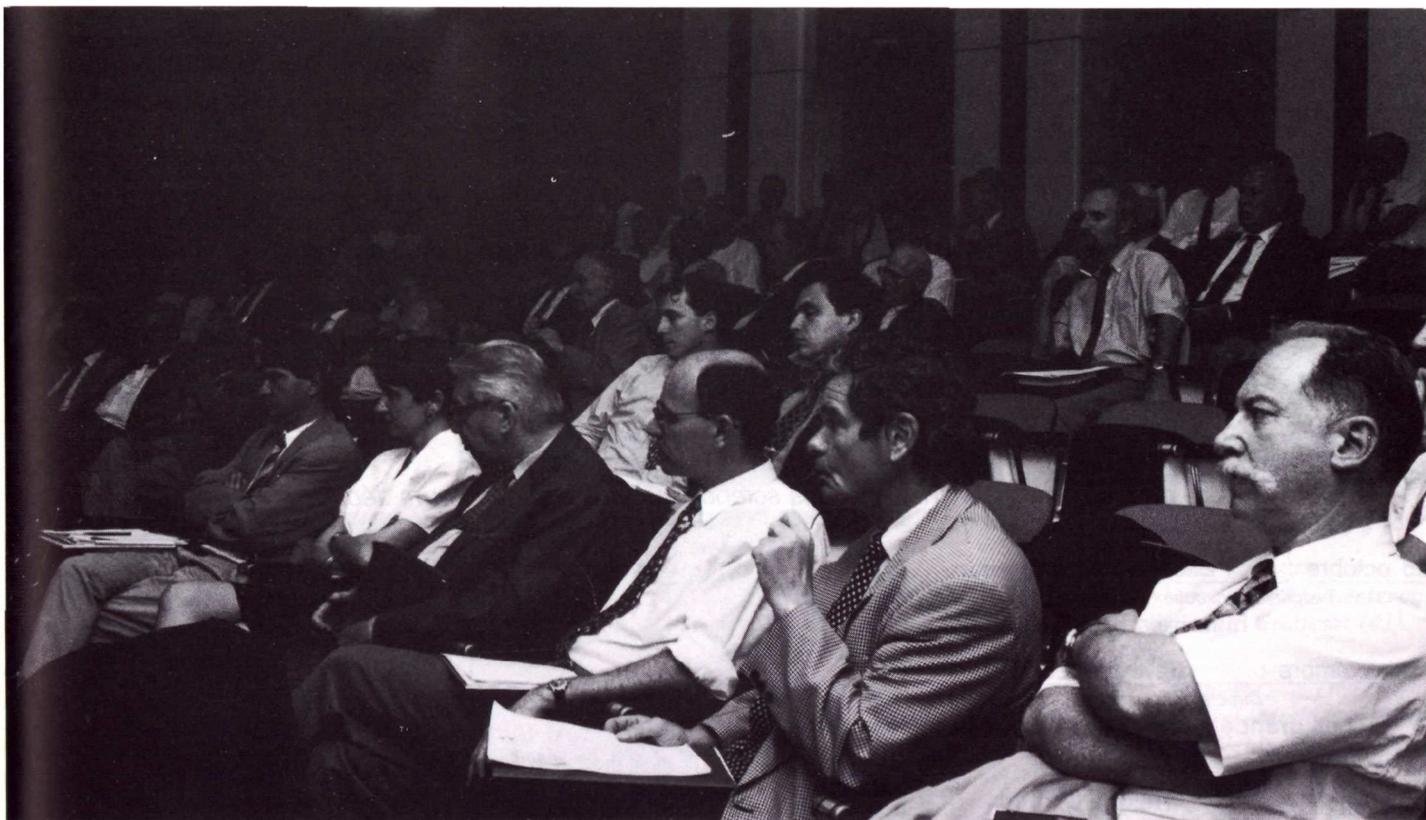
Cinquième résolution

L'Assemblée Générale prend acte :

- de l'élection comme membre du Comité pour une durée de quatre ans de :
 - Jean-Marc CHAROUD (84)
 - Marie-Antoinette DEKKERS (74)
 - Giampaolo SCHIRATTI (83)

Sixième résolution

L'Assemblée Générale donne tous pouvoirs au porteur d'un original, d'une copie ou d'un extrait du procès verbal de la présente assemblée en vue de l'accomplissement de tous dépôts, formalités légales de publicité et autres. ■



Discours de Michel Quatre, Président de l'AAENPC : Michel Quatre a abordé successivement six sujets : les activités associatives, le changement de statut de l'École, le devenir de la recherche, la filiale formation permanente édition, l'installation de l'École à Marne-la-Vallée et le projet de Fondation des Ponts et le 250^e anniversaire de l'École. Discours de Jean Poulit, Président de l'AIPC. Jean Poulit a abordé essentiellement les points suivants : les actions de management du Corps, ses missions régaliennes et opérationnelles, les relations avec les départements et les intérêts matériels et moraux des ingénieurs des Ponts.

Création d'une « Fondation de l'École Nationale des Ponts et Chaussées »

Depuis déjà plusieurs années le projet de Fondation de l'ENPC, qui aurait son siège au 28, rue des Saints-Pères Paris VII^e a été étudié pour favoriser le rapprochement École-Entreprises comme cela est le cas dans les établissements d'enseignement supérieur comme l'École Polytechnique ou l'École Normale Supérieure.

Ce projet de Fondation de l'ENPC a fait l'objet successivement de l'examen par deux groupes de travail. En 1992-93 sous la présidence d'André Pasquet entre le Ministère, l'École et l'AAENPC ont pu être déterminées les grandes orientations et plus récemment ont pu être précisés les statuts et les modalités de constitution sous la responsabilité de Pierre Descoutures.

Les principales réflexions et propositions de ces deux groupes sont reprises ci-après.

I - Actions envisagées

Elles sont basées essentiellement sur le rayonnement national et international de l'École des Ponts tant auprès des secteurs publics que privés avec :

- le développement des échanges nationaux et internationaux,
- le soutien des activités de formation initiale, en particulier par le financement des chaires d'enseignement,
- le développement de l'information scientifique, technique et de gestion,
- la promotion de la recherche en favo-

risant notamment le transfert des techniques,

- le soutien des activités de formation continue,
- la gestion des fonds, immeubles et résidences affectées à sa dotation ainsi que les libéralités qu'elle peut recevoir sous forme de dons, legs ou versements manuels ainsi que leurs fruits ou produits disponibles,
- les relations avec l'ensemble des partenaires de la vie professionnelle et l'aide à l'insertion des élèves et des anciens élèves.

II - Moyens d'action

Bulletins, publications, mémoires, conférences et cours, musées, expositions, bourses, prêts, subventions, allocations, concours prix et récompenses, secours subsides et tous autres qui paraîtront le plus conforme à son caractère d'établissement d'utilité publique et les plus appropriés à la réalisation de son objet désintéressé.

III - Fonctionnement La Fondation serait administrée par :

- un conseil d'administration de 12 à 14 membres
- un bureau de 4 ou 5 membres élus par le conseil d'administration

- un délégué général

IV - Dotation initiale et ressources

a) La dotation initiale légale minimum est de 5 MF et l'AAENPC dispose d'une telle somme. Des dotations complémentaires en capital seront recherchées pour permettre un fonctionnement et un développement harmonieux associant des entreprises fondatrices. Celles-ci seront sollicitées en même temps que pour la recherche des fonds nécessaires à la célébration du 250^e anniversaire de l'École en 1997. Cet événement rend nécessaire le lancement simultané de la fondation afin de ne pas solliciter deux fois de suite les mêmes donateurs, ce qui compromettrait sans doute celui-ci.

b) Les ressources annuelles se composeraient :

- du revenu de la dotation
- des subventions
- du produit des libéralités
- du produit des rétributions perçues pour service rendu.

Le Comité de l'AAENPC en a délibéré favorablement lors de sa séance du 2/6/95 et le comité d'organisation du 250^e anniversaire de l'ENPC que préside Henri Cyna a donné son accord à son lancement le 12/6/95.

AUX FRONTIÈRES DU SAVOIR

Cycle de conférences 1995-1996

Le témoignage direct d'éminents artisans de la science sur leur pratique, leurs découvertes, leur parcours

25 octobre : **Elisabeth Roudinesco**
historienne, directeur de recherche à l'université Paris VIII
« **histoire de la psychanalyse** »

22 novembre : **Henry de Lumley**
Directeur du Muséum d'Histoire Naturelle
« **Les grandes étapes de l'évolution culturelle de l'homme** »

17 janvier : **Hélène Cixous**
Ecrivain, professeur à l'université Paris VIII
« **Sans titre...** »

14 février : **Georges Balandier**
Sociologue, professeur honoraire à la Sorbonne
« **Le détour anthropologique** »

13 mars : **Jean-Pierre Changeux**
Professeur au Collège de France, président du Comité National d'Ethique pour les Sciences de la Vie
« **L'âme au corps** »

27 mars : **Aldo Nauri**
Médecin pédiatre
« **Les parents et les enfants** »

ECOLE DES PONTS, Amphi Caquot, 28, rue des Saints-Pères, 75007 PARIS de 11 h 45 à 13 h 15.

Il est préférable de vérifier les dates auprès de la mission. Tél. : 44.58.34.08

CINQUANTENAIRE



Ces promotions se sont trouvées plus ou moins disloquées, mélangées, et les examens de sortie décalés de plusieurs mois, voire d'années.

Au fil du temps, les rangs se sont éclaircis. Toutefois, nos camarades normalement entrés en 1941 (élèves titulaires) et 1942 (élèves ingénieurs) demeurent heureusement assez nombreux.

Ils se sont retrouvés pour célébrer les 50 ans de sortie de la promo 1944, y associant quelques « attardés » recensés par l'Annuaire en 1945 et 1946.

Au nombre total de 27, épouses comprises, ils se sont réunis le 20 juin 1995 autour d'une table sympathique de Seine-et-Marne.

Le repas fut suivi d'une intéressante visite de la Verrerie d'Art de Soisy-sur-École (Essonne).

Les années 1994 et 1995 auront vu célébrer de nombreux cinquantenaires.

1944 et 1945 ont en effet été marquées par des événements dont le souvenir est profondément ancré dans la mémoire de ceux qui les ont vécus.

C'est le cas des promotions entrées à l'École dans les années de guerre, et dont les études ont été souvent bouleversées au fil des circonstances : mobilisation, envoi en camps de prisonniers, chantiers de jeunesse, service du travail obligatoire (STO) en France ou en Allemagne, maquis, déportation.



Ont participé à ces « retrouvailles » :

- *Pour les Corpsarts :*
Chevrier, Folacci, Hardy, Leclercq, Pasquet, Prudhomme, Grattesat (45).
- *Pour les Civils :*
Bourriot, Capelle, Daragon, Desrousseaux, Hervet, Mathieu, Prieur, Trancart, Van de Velde, Fabreguettes (46).

De nombreux autres camarades ont exprimé leur regret de ne pouvoir se joindre à cette réunion, dont le principe a été fort apprécié.

J. HERVET (44)

Toutes les garanties
dans une seule offre.



Garantie maladie.

Garantie perte de ressources.

Garanties décès, invalidité, dépendance.

Plus que jamais concernés.



MGET

MUTUELLE GENERALE
DE L'EQUIPEMENT
ET DES TRANSPORTS

Dépasser vos attentes, c'est le privilège des grands.

Vous connaître est le privilège de ceux qui vous écoutent. Vous écouter, c'est pouvoir vous proposer des solutions qui dépassent vos attentes, c'est savoir dialoguer pour construire. Pour développer vos points forts, anticiper et maîtriser vos évolutions, la proximité est le meilleur des atouts. Elle est source de confiance et permet d'avancer ensemble vers le même objectif. Depuis toujours, cette pratique anime notre réussite.

Dans les domaines audit, conseils, droit et fiscalité, nous déployons pour vous la puissance internationale d'un leader. Ainsi, nous développons des compétences multiples, des techniques innovantes et des services diversifiés. Nos équipes opèrent en synergie, dans un constant échange de savoir-faire. Indépendance d'esprit et rigueur morale déterminent chacune de nos actions.

C'est pourquoi, entre nous, la confiance sera un privilège partagé

**Deloitte Touche
Tohmatsu**



Direction des Ressources Humaines
185, avenue Charles-de-Gaulle
92200 Neuilly-sur-Seine