

## 13.

### Financer l'économie

*Entre 1999 et 2012, la France a perdu 40 % de ses parts de marché à l'exportation et la part de la valeur ajoutée industrielle dans le PIB a baissé de 30 %. Or, 80 % des exportations mondiales de biens et services sont des exportations de marchandises (dix premiers exportateurs mondiaux). Le déficit extérieur de la France est donc un problème majeur.*

*Nous sommes dans la troisième révolution industrielle. L'informatisation de la recherche, de la production et de la distribution en est le moteur principal.*

*Réindustrialiser suppose de définir l'industrie de demain et les points forts sur lesquels construire une stratégie de réindustrialisation. Ensuite, il s'agira d'identifier les systèmes de financement et les politiques fiscales de nature à la financer, les réformes institutionnelles, fiscales, ou sociales susceptibles d'accélérer le processus. Quelles réformes mettre en place dans le monde de l'éducation et de la recherche pour appuyer cette réindustrialisation ?*

#### Contribution du Cercle des économistes

Anton Brender

#### Témoignages

Dietmar Bahr • Jean-Pierre Jouyet • Baudouin Prot • Georges Terrier

Rémy Weber

#### Modérateur

Emmanuel Kessler

## Le financement de l'économie



La crise qui a conduit à la faillite de *Lehman Brothers* a profondément ébranlé le système financier des économies développées<sup>1</sup>. Seule l'intervention résolue des principales banques centrales a pu éviter qu'il ne s'effondre purement et simplement. Cinq ans plus tard, les traces du choc subi sont encore profondes et le financement de l'économie continue, dans différentes régions, d'en être largement affecté, d'autant qu'aux conséquences de ce choc sont venues s'ajouter celles d'une évolution à contretemps des règles prudentielles, en particulier de celles auxquelles les banques sont soumises. Par lui-même en effet, le choc de 2007-2009 ne pouvait que conduire à une restriction de l'offre de crédit. D'abord, bien sûr, parce que les capitaux propres des agents qui avaient pris une part importante des risques qui s'étaient massivement accumulés dans les années précédant la crise – les opérateurs du *shadow banking* américain, mais aussi beaucoup de banques européennes – ont été entamés, voire détruits par les pertes subies dans son sillage. Ensuite, et souvent surtout, parce que la réaction habituelle des opérateurs financiers aux chocs provoqués par un excès de prise de risque est un excès de prudence, d'autant plus durable que les turbulences financières tardent à se calmer et les perspectives économiques à s'éclaircir. Durcir à ce moment précis les exigences en capitaux propres des banques et leur demander de prendre moins de risque de liquidité ne pouvait que contribuer à un rétrécissement plus marqué encore des canaux par lesquels les économies sont financées.

---

1. Voir A. Brender et F. Pisani, *La Crise de la finance globalisée*. La Découverte, Collection Repères, 2009.

Au cours des années qui ont suivi la crise, ce financement a connu, selon les régions, des évolutions très différentes. Les régions émergentes qui jusque-là s'étaient appuyées sur le système financier des régions développées pour exporter leurs excédents d'épargne n'ont guère eu de choix. Faute de pouvoir réduire rapidement leur propension à épargner, il leur a fallu, pour éviter une asphyxie de leur économie, utiliser chez elles l'épargne qu'elles ne pouvaient plus exporter en favorisant une expansion plus rapide du crédit à leurs agents domestiques. En Chine, les financements loin de se tarir ont coulé à flots. L'explosion du crédit qui s'est produite là-bas – et qui a effectivement permis à la croissance de se poursuivre – est passée, pour une large part, hors des canaux bancaires traditionnels, par des canaux nouveaux, plus directs mais moins contrôlés, qui constituent ce que l'on appelle maintenant le *shadow banking* chinois. Les États-Unis qui avaient jusque-là été massivement importateurs d'épargne ont connu une évolution inverse. Non seulement les agents domestiques, endettés à l'excès, ont brutalement cessé d'emprunter, mais les opérateurs financiers dont la prise de risque avait été la plus excessive – ceux du *shadow banking* – se sont littéralement effondrés. Pour éviter que cet effondrement n'entraîne celui de l'ensemble du système, la Réserve fédérale s'est alors servi de son bilan pour remplacer celui des opérateurs défaillants : elle a acheté par centaines de milliards les titres dont ils étaient vendeurs. Son intervention a permis une stabilisation du marché obligataire dont le rôle dans le financement de l'économie américaine s'est encore renforcé : en cinq ans, l'encours de dettes émises par les sociétés non financières sur ce marché a augmenté de 2 000 milliards de dollars tandis que leur endettement bancaire, en se réduisant d'un tiers, baissait lui de près de 700 milliards. Et si la dette hypothécaire des ménages a continué jusqu'à présent de se contracter, il semble que désormais seuls les ménages les plus jeunes et les moins aisés soient encore réellement privés de la possibilité d'emprunter. En continuant d'acheter des obligations, et en particulier des créances hypothécaires titrisées, la Réserve fédérale tente de permettre à l'économie américaine d'attendre que la normalisation de ses canaux de financement soit complète. Ce ne sera le cas que lorsque le statut des agences qui garantissent ces titres hypothécaires aura été redéfini.

### ■ La situation européenne est plus préoccupante

La gestion désastreuse de la crise des dettes souveraines<sup>2</sup> qui a éclaté en zone euro presque immédiatement après celle de la finance globalisée a contribué à rendre plus prudente encore l'attitude des banques face au risque. Les perturbations que cette seconde crise a provoquées ont transformé en actifs

2. A. Brender, F. Pisani et E. Gagna, *La Crise des dettes souveraines*, La Découverte, Collection Repères, 2012

### 13. Financer l'économie

risqués des obligations d'État considérées jusque-là comme sans risque, en même temps qu'elles conduisaient à une détérioration inquiétante de la conjoncture. Certes, l'intervention de la Banque centrale a été ici aussi décisive. En utilisant son bilan pour pallier la défaillance d'un marché interbancaire paralysé par une montée brutale de l'aversion tant pour le risque de liquidité que de crédit, la BCE a évité au système financier européen d'être victime d'une panne fatale. Mais, à défaut de mettre en place, à l'instar de la banque d'Angleterre, un *funding for lending scheme* (dont on voit mal d'ailleurs comment elle aurait pu le gérer), la BCE ne dispose d'aucun moyen de pousser les banques à prendre plus de risques, en particulier en prêtant aux entreprises qui ne peuvent pas emprunter sur les marchés. De ce point de vue, la dépendance des agents de la zone euro à l'égard du seul financement bancaire est trop grande. Partout où une standardisation des normes de crédit est possible, la titrisation des prêts pourrait contribuer à la réduire. La création de canaux par lesquels les assureurs pourraient financer directement des projets d'investissement irait dans le même sens. En beaucoup d'endroits, toutefois, seule la mise en œuvre de garanties publiques pourra permettre de réamorcer les flux de financement taris, *a fortiori* de les orienter vers des investissements de long terme... Cette crise rappelle ainsi aux gouvernements de la zone euro qu'il ne leur appartient pas seulement de veiller à la stabilité du système financier ; il leur faut aussi donner à ce système une architecture qui le rende capable d'assurer efficacement et de façon relativement homogène le financement de leurs économies.

# Changements de paradigme dans l'industrie financière

**Baudouin Prot**

BNP Paribas

L'industrie bancaire, vitale pour l'économie, a profondément changé depuis cinq ans. Alors que le chemin d'une croissance suffisamment forte et durable, particulièrement en Europe, demeure incertain et qu'une nouvelle régulation financière se met en place au plan mondial, l'industrie bancaire connaît, depuis cinq ans, un changement profond de paradigme, alors même que son rôle en matière de financement de l'économie et, partant, au service de la croissance, demeure vital.

## ► 1. Un changement profond de paradigme de l'industrie bancaire depuis 2008, avec cependant des situations contrastées entre grandes régions du monde

1.1. Les États-Unis sortent renforcés de la dernière crise financière, tant au niveau de l'économie dans son ensemble que du secteur bancaire en particulier.

Au niveau macroéconomique, les États-Unis, berceau de la dernière crise bancaire, récoltent les fruits d'une politique pragmatique et réactive centrée sur le renforcement de leur compétitivité et la stimulation de la croissance. Hier importateurs nets, ils entreprennent de redevenir une terre de production et d'exportation. Les évolutions à venir de la politique économique américaine demeurent cependant incertaines, qu'il s'agisse de la politique budgétaire (débat récurrent sur le *fiscal cliff*) ou de la politique monétaire (effets mal maîtrisés au niveau mondial de la persistance de la politique ultra-accommodante sur la formation de nouvelles bulles d'actifs).

### 13. Financer l'économie

L'approche réglementaire retenue aux États-Unis diffère, sur certains points clés, de la vision européenne, à l'avantage des acteurs bancaires américains. D'une part, les nouveaux ratios de solvabilité ne s'appliqueront qu'aux plus grands établissements, alors même que le paysage bancaire américain compte plus de 7 000 acteurs régionaux ou locaux, très actifs pour financer les PME. D'autre part, les nouvelles contraintes en capital ne pèseront que sur une partie minoritaire des circuits de financement de l'économie américaine, puisque le financement bancaire y représente seulement un quart du total (contre les trois-quarts en Europe) et qu'il s'appuie par ailleurs sur des mécanismes parapublics (Fannie Mae, Freddie Mac) permettant de rehausser le crédit et réduire les bilans bancaires.

Au cours des 5 dernières années, le secteur bancaire américain s'est profondément modifié et s'est fortement concentré, avec plus de 480 mises en faillite. Ses plus grands acteurs sortent, paradoxalement, renforcés de la crise. La part de marché des dépôts domestiques des 5 premières banques américaines est ainsi passée de 31% en 2008 à 41% mi-2013. Ils tirent par ailleurs profit de la profondeur de leur marché domestique pour s'imposer dans la consolidation en cours des activités de banque d'investissement au niveau mondial, avec une croissance à deux chiffres de leurs revenus dans ces métiers au premier semestre 2013.

**1.2.** L'Europe demeure globalement en retrait par rapport aux États-Unis et aux économies émergentes, malgré certaines avancées pour renforcer sa compétitivité.

Si la crise, financière d'abord, des dettes souveraines ensuite, a permis à la zone euro de franchir une nouvelle étape de son intégration, à travers une solidarité et une surveillance budgétaire renforcées (création du FESF puis du MES), la mise en œuvre des réformes structurelles en faveur de la compétitivité, qui demeurent de compétence nationale pour l'essentiel, reste très inégale à ce stade. Au global, l'écart cumulé entre les taux de croissance américain et de la zone euro entre 2012 et 2014 pourrait atteindre 6 points de PIB.

Le secteur bancaire européen a fait l'objet d'un agenda de réformes qui se veut exemplaire. Ce souci d'exhaustivité est cependant marqué par l'absence d'étude d'impact globale qui, seule, serait en mesure d'évaluer l'effet cumulé de l'ensemble des nouvelles mesures sur le financement de l'économie, alors que l'objectif central pour l'Europe est bien de recréer les conditions d'un potentiel de croissance et de création d'emplois plus soutenu. Le risque est en effet que l'Europe, dans un solo zélé et vertueux de mise en œuvre exhaustive de régulation tous azimuts, pénalise le financement de son économie et la croissance, d'une part, la position concurrentielle de son industrie bancaire dans la compétition internationale, d'autre part, posant la question du *level playing field*.

Les banques européennes se sont adaptées avec vigueur et dans des délais très courts, tout en s'efforçant de préserver leur capacité de financement de l'économie. Ainsi, la taille des bilans a été réduite de -7,8% entre juillet 2012 et juillet 2013 ; le *leverage ratio* s'est amélioré de 5,53% en janvier 2009 à 7,60% en juillet 2013. L'Union bancaire européenne doit désormais être menée à bien afin d'améliorer la transmission de la politique monétaire conduite à l'économie réelle et réduire la fragmentation des marchés du crédit en Europe.

**1.3.** Si l'Asie et les économies dites « émergentes » affichent les meilleurs taux de croissance, l'affaiblissement de la demande extérieure en provenance des États-Unis et de l'Europe les pousse cependant à repenser leur propre modèle de croissance.

Fin 2013, la situation des économies dites émergentes est, en effet, en demi-teinte. Les taux de croissance affichés demeurent nettement supérieurs à ceux des économies avancées mais aussi inférieurs aux niveaux atteints avant la crise, comme en atteste, notamment, le ralentissement chinois. L'afflux de capitaux extérieurs, sous l'effet des politiques monétaires accommodantes conduites par la BCE, la FED et la BOJ a eu pour effet d'encourager la formation de nouvelles bulles d'actifs (immobilier notamment) voire de bulles de crédit. Les tensions récentes sur certaines devises attestent de la volatilité de ces flux de capitaux. En Chine, les autorités entreprennent de rééquilibrer structurellement le modèle de croissance, au profit de la demande interne.

La réforme des systèmes bancaires des économies émergentes, en particulier de la Chine, suit une voie différente. D'une part, l'agenda de la régulation financière en Asie dénote avec celui mis en œuvre en Europe et aux États-Unis. Certains pays, dont la Chine, perçoivent la dernière crise financière comme une crise du surendettement de l'Occident. Partant, ils sont en retrait de la feuille de route définie au G20. D'autre part, Les systèmes bancaires de certaines économies émergentes sont aussi caractérisés par une hausse des risques de crédit, alors que la nouvelle régulation financière mondiale visait précisément à les réduire.

## ► 2. Ce changement de paradigme pose la question du financement adéquat de la croissance économique et remodèle profondément les activités bancaires

### 2.1. La question du financement adéquat de l'économie

Alors que le taux de croissance de l'économie mondiale n'a pas retrouvé ses niveaux d'avant la crise et que l'Europe en particulier continue d'afficher des perspectives trop faibles pour inverser durablement les courbes de l'emploi, le financement de l'économie doit désormais faire face à un triple défi :

– la désintermédiation financière à venir, dans le cadre des accords dits de Bâle III, alors que le crédit bancaire occupe une place historiquement

prédominante en Europe et que les marchés de capitaux européens sont insuffisamment profonds et liquides à ce stade ;

– la problématique du désendettement (des États et des ménages), alors que la trajectoire de la dette publique, qui atteint ou dépasse 100% du PIB dans plusieurs économies avancées, présente désormais un caractère insoutenable ;

– le repli, inédit depuis plus de trente ans, des flux de financement transfrontaliers, entre grandes régions du monde et entre pays européens, remet en question le processus de globalisation commerciale et financière et, partant, la croissance mondiale future.

**2.2.** Un remodelage en profondeur des activités bancaires est déjà engagé : Les activités de marché (actions et obligataires), qui sont essentielles pour relever le défi de la désintermédiation financière à venir en Europe sans heurter le fragile rebond de la croissance, voient leur niveau de rentabilité se rapprocher du coût du capital. Or ce segment fait l'objet actuellement d'une vague de consolidation au profit des acteurs déjà leaders, notamment américains, s'appuyant sur la profondeur et la liquidité de leur marché domestique pour dégager des économies d'échelle nécessaires à l'amortissement des importants coûts de plateformes. La capacité des banques européennes à se maintenir dans ses activités pourtant stratégiques pour le financement futur de l'économie, est désormais clairement posée.

La banque de détail doit, pour sa part, s'adapter à la révolution digitale en cours. Moins impactée par les changements réglementaires que les activités de marchés de capitaux, la banque de détail n'en est pas moins travaillée par un mouvement en profondeur, qualifiée de «révolution digitale», l'incitant à repenser son mode de distribution et de relation clientèle et, partant, son modèle économique. Alors qu'elle s'appuyait sur la densité d'un réseau d'agences physiques de proximité, la dématérialisation de la relation clientèle, du fait des nouvelles technologies, l'invite à revoir le format des réseaux d'agences et à faire remonter en gamme l'offre de services.

Au total, l'industrie bancaire, vitale pour l'économie, a été profondément remodelée depuis moins de cinq ans, sous l'effet combiné du paysage macroéconomique mondial post-crise et du nouveau cadre réglementaire et prudentiel qui se met en place. Celui-ci, largement engagé depuis cinq ans, va se poursuivre avec vigueur en 2014 et 2015. Une transposition selon des calendriers et en des termes identiques serait le meilleur garant de la stabilité du système financier et d'égalité des conditions de concurrence. En pratique, nous en sommes loin.

Renforcer la stabilité financière fut une mission nécessaire, menée à bien, pour l'essentiel, dans le cadre de la feuille de route fixée au G20, retranscrite



fidèlement au niveau européen. Permettre au secteur bancaire de financer l'économie réelle, au service de la croissance, devrait, désormais, être notre nouvel objectif collectif.

Dans ce contexte inédit, comme dans d'autres secteurs industriels, le risque de décrochage européen dans la compétition mondiale est réel. Au delà des indispensables réformes structurelles, seules à même de relever durablement le potentiel de croissance de l'Europe, une nouvelle étape d'intégration financière en Europe apparaît souhaitable pour inverser la tendance en cours.

En réduisant la fragmentation des marchés du crédit nationaux, en améliorant la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle, en favorisant la construction d'un véritable marché intérieur européen des services financiers, face à des concurrents « États-continent », le projet d'Union bancaire constitue ce nécessaire et urgent saut qualitatif et quantitatif, au service de la compétitivité, de l'innovation et de la croissance en Europe.

# Être une puissance financière pour rester une puissance économique

**Jean-Pierre Jouyet**  
Caisse des dépôts

Bien qu'il y ait un certain nombre de facteurs d'optimisme, nous n'éluons pas un certain nombre de questions qui pèsent sur le financement de l'économie. Parmi les facteurs d'optimisme, il y a les importants flux financiers qui circulent à travers le monde. Les investisseurs prennent davantage de risques – sans doute moins en Europe que dans d'autres continents. Il y a en outre des prises de risque de la part de jeunes générations qui sont peut-être, en termes d'entrepreneuriat, supérieures à ce que nous avons connu. Enfin, de nouvelles opportunités d'investissements et de financements existent dans d'autres parties du monde. Les marchés et les opportunités de financement et d'investissement sont donc en train de se transformer. On observe toutes ces tendances positives. Il ne faut pas en effet dogmatiser tout ce qui a trait à la finance, car c'est un outil – et on s'aperçoit que c'est un outil nécessaire surtout quand on en manque.

## ► Qu'est-ce que le financement aujourd'hui ?

Nous allons vers une transformation du financement de l'économie : nous passons d'une économie fortement intermédiée à une économie qui sera de plus en plus désintermédiée. Aujourd'hui, 70% des entreprises font appel aux banques (y compris la Caisse des dépôts) ; 90% en ce qui concerne les PME et les PMI. Dans une économie aussi intermédiée, il est clair que lorsque les banques ou les institutions comme la Caisse des dépôts voient leur bilan se rigidifier, les contraintes dans leur prise de participation augmenter, les entreprises ont des difficultés. Il faut donc que nous réfléchissions ensemble au financement des entreprises et à la

manière d'accompagner cette transformation du financement de l'économie. Comment faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises au marché ? Cela se fait dans le modèle anglo-saxon, mais pas encore vraiment chez nous. Peut-on trouver de nouveaux modes de financement des entreprises permettant d'étaler les risques dans le temps ? Je pense par exemple, dans le couple risque-argent, à la titrisation des créances privées

Quel que soit l'apport des marchés obligataires, des banques ou de la Caisse des dépôts au financement à long et moyen terme, le financement et les plans de financement dépendent avant tout des entreprises. L'entreprise doit au départ avoir des ressources pour se financer et doit les apporter, que ce soit à des investisseurs bancaires, au marché ou à la Caisse des dépôts – qui intervient elle aussi en investisseur avisé, c'est-à-dire en co-investissement en long ou moyen terme.

► **Que faut-il financer et comment ?**

L'économie à financer ne se réduit pas aux entreprises. Nous devons financer également le développement économique via le soutien à un certain nombre de projets d'intérêt général, je pense notamment à tout ce qui concerne le logement : logement social, logement intermédiaire, à l'investissement desquels fonds publics et fonds privés doivent concourir.

Il y a aussi tout ce qui a trait aux infrastructures. Pas de développement économique, pas de bon environnement pour les entreprises, qu'elles soient moyennes ou grandes, sans des infrastructures compétitives. Or, à moyen et à long terme, les infrastructures ne sont pas suffisamment financées. Il nous faut développer de nouvelles infrastructures, aussi bien dans le numérique que dans la fibre optique ou dans le secteur de la télécommunication. Je suis frappé du fait qu'au niveau européen, nous avons assisté à un certain déclin à partir du moment où le secteur des télécommunications a baissé par rapport aux autres grandes régions du monde, notamment l'Asie et les États-Unis.

Au niveau européen, et nous avons des raisons d'être optimistes, il faut un cadre stable de la supervision des institutions financières. Ce cadre stable doit encourager le financement à moyen et long terme. À la Caisse des dépôts, nous avons été à l'initiative avec nos partenaires de la création du club des investisseurs à long terme, s'appuyant en effet sur de fortes relations avec la KfW, avec la Caisse des dépôts italienne ou encore avec la BEI. Nous avons contribué à la création de fonds de financement d'infrastructures, «Marguerite» en Europe, «Inframed» en Méditerranée. C'est extrêmement important. Un certain nombre de projets d'infrastructures européens, décidés en 1996, ne sont pas encore terminés : le Lyon-Turin par exemple ; ou, plus près de nous, Perpignan-Figueras, deux villes pourtant

peu éloignées. Aller de Paris à Perpignan se fait sans problème ; mais une fois passée la frontière, c'est plus compliqué ! Cela fait plus de vingt ans que ce projet est inscrit à l'agenda européen. Cela montre bien le problème de financement à long terme des infrastructures au niveau européen. Les Européens doivent agir pour changer cela.

► **Qui finance ?**

Le problème est que les liquidités existent mais que le centre des liquidités n'est plus nécessairement européen. Vous avez de l'épargne en Europe, mais ces sources importantes d'épargne sont utilisées par des tiers qui disposent de liquidités beaucoup plus importantes que nous : c'est la puissance des fonds anglo-saxons, la puissance des fonds souverains. C'est pour cela que la Caisse des dépôts travaille avec ces derniers, devenus nécessaires au financement de notre économie.

Je suis agnostique sur le sujet : je pense que si nous avons besoin de ces fonds non européens pour redémarrer, il faut nouer des accords. Il faut avoir ces fonds pour aller soit à court terme (à l'instar des fonds anglo-saxons), soit à long terme (comme les fonds souverains). Disposer de liquidités est important et nécessaire quelle que soit l'origine des fonds. En ce qui concerne les fonds souverains, leur puissance de frappe sera d'ici cinq à dix ans égale à 15% de la capitalisation boursière mondiale. Ce n'est pas rien. Nous en avons donc tout simplement besoin.

Disposer de financements pour croître est une priorité. Il faut savoir qui dispose de la finance pour maîtriser la croissance. Or, savoir qui finance au service de la croissance est un enjeu politique. Pour rester une puissance politique, une puissance stratégique, une puissance économique, il me paraît donc clair que, compte tenu de l'évolution des rapports de forces sur notre planète, on ne peut pas renoncer à être une puissance financière.

## The German *Mittelstadt*, an economic driving force

**Dietmar Bahr**

Johannes Fuehr

I would like to talk about a specifically German phenomenon, although this has also started in France, and France gave the example of how to go about it. It stopped somehow, and maybe we will find out more in further discussions about it. Germany's small and medium-sized companies (SMEs) are commonly referred to as the German *Mittelstadt*. They have shaped the country's economy since 1945 in a way, which has probably never happened elsewhere.

This *Mittelstadt* was the driving force behind the economic miracle of the 1950s and early 1960s at least, when the country recovered rather quickly through external support such as the Marshall Plan. Today, there are approximately 3.5 million *Mittelstadt*, and these are companies with a workforce of 50-500 employees. They account for nearly 45% of the gross added value in Germany as well as for 50% of gross investments, and they employ 75% of the German workforce. Therefore, Germany is not about Volkswagen, Siemens, BASF and big companies, but about these *Mittelstadt* companies.

There is something else, both and important because of current discussions of unemployment among populations in Europe. We all know that in Spain we have the sad story of 60% unemployment below the age of 25, with Portugal and Greece having very similar numbers. Germany has only 7% unemployment under 25. Why is that? It is because the *Mittelstadt* is actually giving 80% of these young people the chance to avail of this dual way of going to school on the one hand and working at the same time. This model could be applied in other parts of Europe to solve at least part of this stinging problem of unemployment among the youth.

► **How to finance *Mittelstadt***

Having said that, any structural problems encountered in this class of companies are likely to be transmitted to the economy as a whole, and of course are very likely to cause macroeconomic upheaval. *Mittelstadt* financing has been at the forefront of the public policy debate since the 1960s, reflecting the continuous downward trend of equity ratios, meaning the financing of companies through exchanges such as Munich and Frankfurt in particular, from public funds such as pension funds and small insurance companies. This did not take place; the emphasis has been on bank loan debt, meaning that the company went to a bank, applied for a loan, and if the bank was happy they got this loan.

Since Basel III and Solvency II, we all know that this is no longer as easy as it used to be, so we have to find alternative ways, and these alternative ways are issues of bond debt. Additionally, there are private equity markets, and I myself was sitting on the board of the alternative investment industry in Germany, trying to convince the legislators, and succeeding in the middle of the last decade, to create a law, which allowed capital collection places such as insurance groups and pension funds to invest in hedge funds and private equity venture capital.

The way venture capital works is very important for an economy, and something which needs to be applied in Spain, Italy, France, and Germany much more strongly than currently. One way to solve the problem of the Solvency and Basel requirements would be to allow further issues of bond debt. For example, the Americans call it the “German Mickey Mouse market”, and of course many Germans are upset and ask why they call it that. Looking at the numbers, the GDP weighting of the German economy is internationally quite significant and quite strong; it is the fourth largest economy, and in OECD or MSCI terms it has an international weight of about 12%. France is about 10%, just to give you a comparison. The US is ranging at 40% and Japan at 10%.

Looking at the market capitalization weighting of the economy, which is the number of shares times the market value, you find out that it is really a Mickey Mouse, because it only accounts for 3%, comparable to the market size of Hong Kong. That shows how difficult it was to create a company with only bank loans and not going through exchanges. Germany has another problem, and that is the old-age retirement system. It is a pay-as-you-go system, not capitalized, meaning the individual is not saving his money, where the savings are then invested in capital markets. The individual person on the street has to be convinced to invest at all. Going to a Swiss, Dutch, Scandinavian, American, British or Australian, they are all invested in capital markets; not the Germans and only a few French.

► **The old-age time bomb**

That, of course, is a problem, because we have an old-age time bomb, where somebody has to provide this money. It is not there. Consequently, the typical *Mittelstad* company has to cope with an inadequate capital equity base, meaning that they do not raise their own equity through exchanges, but only through bank financing, and if the banks cannot finance it any longer, they have to find other ways. One way to do it is through bond issues, and even the individual is willing to buy and invest in these bonds.

Investing in bonds, of course, is not without risk; here we have to define ways to rate bonds, and that is a completely different scenario from when we are talking about rating issues and rating agencies. We all know what happened in 2008. Everybody was relying on rating agencies and was buying paper, which no one understood just because they had a good rating. Therefore, it is not as easy as it looks at first glance.

Alternative ways of mitigating these financing problems are now required, and another source of financing is now emerging, bond issues to companies. I am on a mission around the world, certainly in Germany and now in France, to say that capital markets are not just evil, but can help solve problems, and that what is valid in Germany can and will be valid in France as well as in other European countries. Efforts must be made to cooperate more closely on these issues and bring together the experience of the two great nations, Germany and France, in order to create something I would call added value.

## Attention aux excès de règles !

**Rémy Weber**

CIC Lyonnaise de Banque

Depuis quelque temps, je ne commence plus jamais mes interventions, et vous me comprendrez peut-être, sans exprimer ma fierté d'être banquier, banquier de terrain, banquier de l'économie réelle. J'ai d'ailleurs une pensée pour mes collaborateurs qui, tous les jours, prennent des décisions de crédit, et qui parfois se réveillent la nuit en se demandant s'ils ont bien fait, comme les chefs d'entreprise quand ils prennent des décisions pour leur entreprise.

Je voudrais rappeler comme Baudouin Prot que les banques françaises en particulier, car ce n'est pas vrai de toutes les banques des pays voisins, ont poursuivi avec constance l'ambition de financement de l'économie ces dernières années. J'ai pris quelques chiffres que je trouve assez illustratifs pour les entreprises françaises. Je fais partie d'un très grand groupe. Je suis au comité exécutif du groupe CIC, mais je dirige aussi la banque régionale. Je suis donc effectivement le local de l'étape. Nous pouvons dire que sur la période très récente, 8 entrepreneurs sur 10 ont reçu une réponse positive à leur demande de crédit. Les taux pratiqués par les banques françaises sont inférieurs à la moyenne européenne : en février 2013, 2,7% en France, contre 2,92% en Allemagne et 3,83% pour la zone euro dans son ensemble. Les crédits aux entreprises ont augmenté sur la période récente de plus de 2,2% pour les PME-TPE. Les crédits à court terme ont progressé de 4,7% en rythme annuel, même s'ils ralentissent un peu depuis le début de l'année.

Concernant la consommation en parallèle, et malgré la conjoncture économique qui pèse sur le crédit à la consommation, les encours de crédit aux ménages ont augmenté de 2,1% en 12 mois, avec là aussi des taux de prêts immobiliers qui sont désormais inscrits pratiquement sous la barre des 3%. Il n'est quand même pas mauvais de savoir de temps en temps que la



banque française est globalement performante. En France, l'économie est financée.

Pour autant, la situation peut devenir plus tendue. Dans ce contexte, les entreprises adoptent aujourd'hui une grande prudence dans leur stratégie et font montre de retenue dans leurs investissements. Cet attentisme se traduit évidemment par une demande de nouveaux crédits plus faible, ce qui nous permet de mieux l'assumer. Il faut être honnête. En cas d'un redémarrage soutenu de l'activité que nous souhaitons tous, il serait dommage que les besoins de financement générés ne soient plus satisfaits, notamment pour des raisons d'évolutions réglementaires qui ont largement été évoquées par Baudouin Prot. Ces évolutions conduisent pourtant mécaniquement à la réduction de nos capacités de financement, et au renchérissement le cas échéant du prix des ressources. Il faut des règles. Mais attention aux excès des règles. Est-il normal, dans la prééminence de la régulation, que les collaborateurs étudient par exemple un dossier de financement d'entreprise plus en termes de ratios de solvabilité et de ratios de liquidité, de ratios de levier comme en parlait Baudouin Prot, qu'en fonction de l'entreprise elle-même et de son projet ? Je réponds non. Je vous rappelle qu'en France, et nous l'avons déjà dit, un nombre important des entreprises restent financées par le monde bancaire, notamment pour les PME.

J'ai à l'esprit les 10 millions de PME européennes qui ont, ces 10 dernières années, créé tellement d'emplois alors même que les fonds structurels ne leur sont réservés qu'à hauteur de 5 à 6%. Ces PME se financent donc encore énormément auprès des banques. La réduction de l'offre bancaire qui pourrait intervenir, et qui interviendra selon certains, créerait un manque difficile à compenser pour ce tissu. C'est beaucoup plus simple pour les très grandes entreprises, et c'est beaucoup plus difficile pour les PME d'accéder facilement au marché obligataire et aux nouvelles formes de financement externe. C'est bien plus facile pour les grands groupes et ils sont en train de le faire très massivement, et comme nos confrères nous les accompagnons.

Une remarque en passant : quand un dossier évolue mal, quand une entreprise va mal, on a de nouveau envie de savoir qui est le prêteur. Quand tout est tritrisé, quand tel ou tel rachat est décoté de telle ou telle créance, etc., et que vous êtes face à des problèmes dans votre entreprise, vous êtes contents d'avoir des partenaires financiers qui vous connaissent parfois depuis des générations et qui essaient de vous donner un coup de main dans un moment de trésorerie difficile. C'est beaucoup plus délicat quand vous avez des interlocuteurs très différents qui n'ont pas forcément les mêmes objectifs ni de rentabilité immédiate ni de logique d'accompagnement, notamment en région, comme nous le sommes. C'est un point qui mérite d'être rappelé.

► **Des banques pas si frileuses !**

Il est de bon ton de dire que les banques sont frileuses, surtout les banques françaises. Je rappelle que le comportement que nous avons eu sur les crédits immobiliers a été exemplaire. Je ne pense pas aujourd'hui qu'un seul citoyen français ayant emprunté de l'argent auprès des banques pour faire un investissement immobilier, ait regretté que ce soit à l'aide d'un prêt amortissable avec apport et garanties, plutôt qu'avec un prêt *in fine* ne fonctionnant que sur la valorisation du bien. Ce n'est pas le banquier qui est frileux, c'est le pays tout entier. C'est pourquoi nous avons tellement besoin, comme nous l'avons déjà abordé, de réorienter notre épargne financière de précaution vers les entreprises. Je pense que l'annonce de la création des contrats d'assurance-vie euro-croissance, les PEA-PME, tout cela va dans le bon sens. Mais il faudra aller plus loin.

► **Que penser de la Bourse ?**

Il est bien sûr utile pour notre pays, pour nos entreprises petites et moyennes, et moyennes-grandes, d'avoir un outil boursier qui leur soit dédié. Il me paraît tout à fait important que ces entreprises puissent avoir un accès à cette façon d'aller de l'avant qui malheureusement s'est peu développé aujourd'hui dans notre pays. Pourtant, il y a 20 à 25 ans avec le second marché, les Allemands regardaient ce que nous faisons en matière boursière. Ce n'était pas l'inverse. Nous avons beaucoup perdu.

► **Un groupe mutualiste**

Pour ce qui est de mon groupe, le groupe Crédit Mutuel CIC, nous avons choisi d'accompagner aussi ce financement long. Pourquoi ? Parce que notre structure mutualiste nous permet, en prenant l'essentiel de nos résultats annuels et en les transformant en fonds propres, d'accompagner nos projets et nos clients dans le long terme. Cela nécessite évidemment une grande proximité. Nous sommes de ce point de vue extrêmement bien organisés et nous avons une très bonne connaissance du tissu des PME. Que les chefs d'entreprise soient les héritiers d'une entreprise familiale ou fondateurs de leur propre société, ils ont un lien affectif fort avec cette entreprise. Donc, pour les convaincre d'ouvrir leur capital et les persuader ainsi de trouver une nouvelle étape de croissance avec des partenaires tiers, l'élément de confiance et l'idée de s'inscrire dans le temps sont déterminants. N'est-il pas plus réaliste et plus sain, dans le monde d'aujourd'hui et de demain, d'imaginer des TRI réguliers sur des périodes plus longues, que de faire un coup rapide à chaque fois ?

Cette relation de confiance qui ne peut se tisser que dans la durée fait que nous avons une vraie proximité avec les entreprises familiales. Notre

*Attention aux excès de règles !*

groupe, qui investit dans le long terme, se retrouve finalement dans la même culture que ces entreprises familiales qui construisent avec la valeur travail plutôt qu'avec la valeur cupidité immédiate. Nous intervenons en fonds propres. Nous avons consacré sur la période récente plus de deux milliards de nos fonds propres pour financer plus de 600 entreprises, ce qui nous positionne au plan national comme deuxième intervenant derrière le FSI.

Dans un monde qui perd ses repères, nos clients PME se reconnaissent dans cet accompagnement à long terme. Mais il ne faut pas perdre de vue un point de fragilité majeure, à savoir le faible niveau d'autofinancement des entreprises. De 2000 à 2012, le taux a baissé de plus de 20 points. Or, cet autofinancement dépend précisément des fonds propres des PME. Il faut donc moins de dividendes et plus de fonds propres dans les entreprises en développement.

J'en termine en disant que les ressources existent. Les entreprises rentables trouvent toujours leur crédit et leur financement. Plutôt que d'imaginer de nouvelles formes de financement public avec l'argent du contribuable qui est rare, la première chose qu'il faut que nous fassions, c'est de permettre aux entreprises de restaurer leurs marges pour pouvoir investir, faire de la R&D, et chercher de la compétitivité dans le monde international. Nous sommes à leur côté.

## Pas de légitimité économique sans légalité juridique

**Georges Terrier**

Davis Polk

Les années que nous venons de traverser ont vu se succéder une série de crises dont la nature s'est transformée au fur et à mesure de leur résolution. Elles nous ont appris que financer l'économie est un impératif qui se déploie à plusieurs niveaux. Il doit s'agir en effet, au plan européen et mondial, d'assurer la pérennité du système financier, de résoudre la crise des dettes souveraines, de stabiliser le marché obligataire, de mobiliser les capacités d'épargne tout en gérant les risques qui y sont associés, de mener une politique monétaire adéquate. Bref, autant de contraintes d'ordre macro-économique qui sont très familières aux spécialistes de la finance et dans lesquelles le droit trouve une grande place.

Car c'est le droit qui régule, c'est le droit qui structure et qui encadre. Et soyons même un peu provocants : c'est lui qui finance. Car que seraient, sans le soutien du droit, tous les programmes menés depuis la crise de 2008 à l'échelle de la planète en vue du soutien de l'économie (les gigantesques *bail-outs* intervenus aux États-Unis, le Mécanisme Européen de Stabilité (MES), le programme de rachat d'obligations souveraines de pays membres de la zone euro mis en place par la BCE, etc.) ?

Sans la légalité que leur confère le système juridique, ces programmes ne pourraient exister dans nos États de droit. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle en Allemagne – État de droit (*Rechtsstaat*) historique – la Cour constitutionnelle de Karlsruhe a eu – et aura bientôt encore – à se prononcer sur des mécanismes de financement déjà jugé essentiels du point de vue de l'économie.

Mon propos se concentrera sur l'apporteur de capitaux par excellence : l'actionnaire. Il n'est certes pas le seul pourvoyeur de financement, mais c'est celui sans lequel une société par actions ne pourrait tout simplement pas exister ni se tourner vers les marchés financiers pour lever des fonds nécessaires à la constitution ou l'augmentation de ses capitaux propres. Je commencerai par souligner la diversité de l'actionnariat des sociétés cotées.

#### ► L'actionnariat des sociétés cotées

- Le droit a beau vouloir considérer les actionnaires comme une catégorie unitaire et homogène, la réalité est que la cartographie de l'actionnariat est désormais éclatée, complexe, et au demeurant très différente selon les sociétés. Les apporteurs et détenteurs du capital des sociétés cotées se distinguent les uns des autres par bien des aspects.

- Bien sûr, la différence se joue sur le montant de la participation. Mais elle peut également tenir au profil de l'actionnaire. À l'issue de plusieurs décennies d'évolution du capitalisme français, les profils d'actionnaires sont devenus extrêmement divers : petits porteurs, actionnaires familiaux, actionnaires institutionnels, investisseurs professionnels privés, fonds d'investissement, actionnaires pour compte de tiers et organismes de placements collectifs, *hedge funds*, fonds souverains, fonds émergents, fonds éthiques et socialement responsables, salariés actionnaires, etc.

Cette richesse est accentuée par trois phénomènes bien connus : la globalisation, qui draine des actionnaires de provenance géographique et parfois de culture très différentes ; la financiarisation de l'économie, avec les conséquences que l'on connaît ; l'accélération du temps, notamment perceptible à travers le développement de nouvelles formes de trading qui font, par exemple, avec les achats/ventes à haute fréquence, que l'on peut être actionnaire le temps d'une micro seconde : zéro millionième d'*affectio societatis*...

- À cette disparité des profils d'actionnaires, des classes actionnariales, s'ajoute une diversité des caractères et des comportements. Les actionnaires peuvent être volages ou fidèles, amicaux ou hostiles, égoïstes ou solidaires. Ils peuvent être passifs ou actifs voire activistes. Ils peuvent se satisfaire de ce que leur promet le contrat de société – à savoir le partage des bénéfices – ou vouloir aussi le partage ou, du moins, le contrôle du pouvoir, en agissant comme des acteurs engagés de ce que l'on appelle la démocratie actionnariale.

- La période récente a mis en lumière le retour des fonds dits « activistes ». Ces structures financières tentent d'influencer la stratégie de sociétés cotées dont ils ont racheté une part, généralement minime. En mars 2013, ces fonds géraient plus de 55 milliards d'euros, ce qui leur donne une force de frappe

considérable. Exigeant notamment des changements de gouvernance et des virages stratégiques, ils souhaitent augmenter très rapidement le cours de bourse des sociétés afin de maximiser leurs profits. Leur action s'inscrit donc dans le court terme.

- Au contraire des fonds activistes dont l'horizon d'investissement est rarement compatible avec le déroulement d'une stratégie de long terme, les actionnaires de référence souhaitent influencer la stratégie des sociétés dans la durée en inscrivant leur action dans un horizon de long terme prenant mieux en compte les contraintes des sociétés.

- Nécessairement, une telle diversité conduit à s'interroger sur les attentes de chacune de ces catégories d'actionnaires vis-à-vis des sociétés cotées et de leurs dirigeants. Or, au-delà d'un objectif commun de création de valeur, ces attentes sont souvent bien différentes selon les profils d'actionnaires. L'État, dont on connaît l'importance dans le capitalisme français, est ainsi à la fois un actionnaire comme les autres et le porteur de contraintes et d'attentes particulières.

En retour, se poser la question de l'actionnariat des sociétés cotées, c'est aussi se préoccuper des attentes que ces sociétés peuvent elles-mêmes, le cas échéant, avoir à l'égard de leurs actionnaires.

Le tout sans oublier les demandes toujours plus fortes que les autres parties prenantes (les salariés, les créanciers, les clients, les sous-traitants, les défenseurs de l'environnement, etc.) formulent de nos jours à l'égard de ces mêmes actionnaires.

- Certes, ces attentes diverses ont toujours cohabité. Mais il n'est pas exagéré de dire que le contexte actuel les exacerbe et conduit à les revisiter, à les entendre avec une attention renforcée dans le souci de parvenir à une meilleure cohésion.

Car, de fait, l'une des questions qui se posent aujourd'hui avec le plus d'insistance est celle de savoir ce qui, au cœur même des sociétés cotées, est de nature à fédérer sur un horizon temporel suffisamment long cette diversité des profils et des attentes, ce qui est susceptible de créer un alignement des intérêts durable sur le long terme.

À cette importante question, on peut répondre en faisant appel à des notions comme l'*affectio societatis* ou l'intérêt social. Ce sont des concepts juridiques pertinents. Il n'en demeure pas moins que c'est autour de deux piliers très concrets que se forge au quotidien cette nécessaire cohésion de long terme entre la société et ses actionnaires. La stratégie d'un côté, la gouvernance de l'autre, les deux s'appuyant nécessairement l'une sur l'autre, les deux étant des thématiques étroitement liées sans lesquelles il n'est pas possible aujourd'hui de repenser l'actionnariat des sociétés cotées.

► **Actionnariat et stratégie**

- Le contexte économique actuel souligne que les actionnaires sont, plus que jamais, d'indispensables soutiens dans la mise en œuvre de la stratégie des entreprises, quand ce n'est pas dans sa définition même. Quel rôle peut jouer à cet égard un actionnaire de référence ? Comment assurer la stabilité de l'actionnariat sur le long terme, son implication dans la vie sociale, son adhésion à la stratégie et sa participation à l'indépendance de l'entreprise ? Quelle place donner à l'actionnariat salarié ?

- La question centrale est celle de savoir quelle est l'instance où s'élaborent, pour un horizon temporel qui peut être variable, les choix stratégiques majeurs, les décisions importantes et structurantes qui vont faire le succès de la société et fédérer l'éventuelle dispersion de la propriété sociale autour d'un objectif commun.

Sur cette question, le droit des sociétés et le droit boursier arbitrent en permanence et, selon les opérations en cause, apportent des réponses qui ne sont pas tranchées.

De façon synthétique, trois instances de prises de décisions stratégiques coexistent. La première instance est l'assemblée des actionnaires où selon les sujets les résolutions sont votées à des conditions de majorité différentes. La deuxième, en lien immédiat avec la marche de l'entreprise, est l'équipe opérationnelle constituée autour de la direction générale. La troisième instance est le conseil d'administration. C'est elle qui est au cœur de la stratégie.

- Ces derniers temps, l'accent a beaucoup été mis sur la composition du conseil (administrateurs indépendants, féminisation, etc.). Il ne faut cependant pas oublier de s'intéresser à ses attributions fondamentales.

Ce conseil, selon le code de commerce, «détermine les orientations de l'activité de la société et veille à leur mise en œuvre». Il se «saisit de toute question intéressant la bonne marche de la société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.»

Le mot «stratégie» n'est pas employé, mais il est là en filigrane ; il soutient toute l'action du conseil. Le conseil est l'instance où, en coordination avec la direction générale et les intérêts des actionnaires, s'élabore, s'évalue, se décide la stratégie. Et ceci d'une façon collégiale qui appelle néanmoins, aujourd'hui, l'implication individuelle renforcée de chacun des administrateurs tant la responsabilité de ces derniers a, elle aussi, changé de figure.

- Une autre expression n'est pas employée par le code de commerce au moment où il définit les attributions du conseil : celle de «politique commune vis-à-vis de la société». Or, indiscutablement, le conseil est l'organe où s'élabore cette politique commune. La conséquence est que ce cadre organique peut, d'une certaine façon, placer les actionnaires qui y sont représentés à l'abri de la qualification d'action de concert. Ce n'est

pas rien quand on connaît la conception particulièrement extensive que la jurisprudence récente se fait de cette notion.

- Ainsi, et c'est vrai depuis toujours, le conseil n'est donc pas seulement une instance centrale où s'élabore la stratégie, il n'est pas simplement un organe de direction : il peut aussi constituer, en lui-même, un mode d'organisation des relations entre actionnaires.

- Une autre idée qui apparaît centrale est le rôle joué dans certaines sociétés par l'actionnaire de référence : celui autour duquel peut se bâtir sur le long terme une stratégie créatrice de valeur et celui autour duquel peuvent venir se fédérer d'autres catégories d'actionnaires.

La crise a renforcé l'aspiration des entreprises à des partenariats stratégiques avec leurs actionnaires. Les dirigeants souhaitent fréquemment voir entrer dans leur capital un actionnaire de référence. La question de l'horizon temporel des différentes catégories d'investisseurs est mise en avant par les dirigeants pour justifier leur choix : il faut avoir des actionnaires de référence stables dont les attentes sont calées sur le cycle économique, pas sur le court terme.

À bien des égards, il me semble qu'une réflexion pourrait être engagée afin de savoir s'il est opportun que le droit tire davantage de conséquences de ce rôle particulier. Notamment en donnant à cet actionnaire, en contrepartie de ses devoirs, des garanties légales quant à sa participation à l'élaboration ou à l'inflexion de la stratégie.

Un tel statut pourrait permettre de faciliter l'émergence d'un tel actionnaire de référence au sein du capital des sociétés qui ont besoin de s'adosser à un apporteur de fonds à même d'accompagner sur le long terme une restructuration ou un changement de modèle économique. Cet adossement de long terme n'est d'ailleurs pas seulement bénéfique au plan interne. Il rassure le marché et les tiers.

#### ► Actionnariat et gouvernance

- Cela va de soi, l'actionnaire est le premier bénéficiaire du formidable essor de la *corporate governance* puisque, par définition, l'amélioration de la gouvernance des sociétés cotées est un objectif directement orienté vers la confiance des investisseurs et la création de valeur. Mais cela ne va pas sans interrogations.

- La première est de savoir jusqu'où l'on veut aller dans l'*empowerment* des actionnaires. Le *say on pay* constitue un bon exemple. Introduit en 2002 au Royaume-Uni, en 2013 aux États-Unis, ainsi que dans de nombreux autres pays (Pays-Bas, Suède, Norvège, Danemark, Suisse), l'instauration d'un vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants se diffuse rapidement dans tous les systèmes juridiques développés. C'est le *must* du moment, le marqueur de modernité sans lequel tout semble un peu ringard.



La France vient de se rallier à la mode. Elle ne l'a pas fait par la voie de la loi, mais à travers une modification du Code de gouvernement d'entreprise AFEP/MEDEF, dont une nouvelle version a été rendue publique le 16 juin.

Désormais, selon l'article 24.3 du Code AFEP/MEDEF à chaque assemblée générale annuelle des actionnaires, le conseil doit présenter au vote des actionnaires une résolution portant sur tous les éléments de la rémunération due ou attribuée au titre de l'exercice clos à chaque dirigeant mandataire – étant observé que la rémunération du directeur général devrait ici faire l'objet d'une résolution séparée. Lorsque l'assemblée générale ordinaire émet un avis négatif, le conseil, sur avis du comité des rémunérations, délibère sur ce sujet lors d'une prochaine séance et publie immédiatement sur le site internet de la société un communiqué mentionnant les suites qu'il entend donner aux attentes exprimées par les actionnaires lors de l'assemblée générale.

Que penser de cette disposition ?

Déjà, qu'elle soulève une foule de questions pratiques difficiles. Car le diable est dans les détails et les détails ne sont pas dans le Code.

La disposition prévoit le cas d'un vote négatif. Mais quelles seront les règles de participation à ce vote, notamment dans l'hypothèse où l'actionnaire est par ailleurs dirigeant mandataire social ? Comment comptabilisera-t-on les voix ? Faut-il comprendre qu'un vote d'abstention – qui peut traduire de la part de certains actionnaires une sorte de neutralité bienveillante – sera comptabilisé à côté des votes de rejet ? Et *quid* d'une approbation à une très courte majorité ?

À quel moment et à quelles conditions le conseil d'administration devrait-il se réunir pour statuer sur les suites à donner à un vote négatif ?

Comment être certain de bien interpréter les «attentes exprimées par les actionnaires lors de l'assemblée générale» ? Les questions relatives à la rémunération sont en effet très techniques. Et on peut imaginer que les actionnaires votent de façon négative, non pas pour contester le quantum, mais pour déplorer une absence de précision ou marquer leur désaccord avec tel ou tel point de détail. Pour interpréter le sens de leur vote, les recommandations préalables des agences de conseil en vote (*proxy advisors*) seront alors probablement prises en compte. C'est dire que le *say on pay* ne renforce pas seulement le pouvoir des actionnaires. Celui des agences de conseil en vote s'en trouve lui aussi augmenté.

Quelles seront, en pratique, les options du conseil pour donner suite à ces attentes ? Maintenir telle quelle la rémunération rejetée ? L'amender ? Mais alors dans quelles proportions ? Faudra-t-il le faire uniquement pour l'avenir ou alors revenir sur la rémunération déjà arrêtée voire perçue au titre de l'exercice clos ?

- Ce qu'il faut ensuite et surtout retenir de cette disposition est que son application ne sera pas anodine pour les sociétés cotées. Car, ici, il ne faut surtout pas se laisser abuser par les mots. Certes le vote des actionnaires n'est pas *binding* (comme le droit anglais vient récemment d'en prendre le chemin) : il est « consultatif ». Mais en demandant au conseil, sur avis du comité des rémunérations, de délibérer sur ce vote lors d'une prochaine séance et de publier immédiatement sur le site internet de la société un communiqué mentionnant les suites qu'il entend donner aux attentes exprimées par les actionnaires, le Code de gouvernement d'entreprise introduit tous les ingrédients qui font que ce vote ne pourra rester sans effet : réaction, vitesse, transparence : tout conduit à ce que des conséquences soient tirées du vote des actionnaires.

- Quelles que soient ces conséquences, il se pourra qu'un vote négatif ou même qu'un vote obtenu avec une courte majorité soient interprétés comme un signe de défiance des actionnaires. Défiance à l'encontre des administrateurs membres du comité des rémunérations dont le travail sera remis en cause. Défiance à l'encontre des dirigeants concernés. Car comment mieux attaquer la personne et sa performance qu'en contestant ce paramètre éminemment personnel qu'est la rémunération ?

Voilà pour le renforcement des prérogatives dévolues aux actionnaires. On voit à travers cet exemple du *say on pay* qu'il ne va pas sans problèmes.

- La seconde question que pose l'essor du gouvernement d'entreprise est celle de savoir si, en contrepartie des prérogatives qu'elles accordent à leurs actionnaires, les sociétés cotées ne sont pas fondées à attendre de ces derniers un comportement particulier.

On a parlé plus haut de l'alignement des intérêts. Or celui-ci suppose que les apporteurs de fonds que sont les actionnaires assument dans le temps un certain nombre de responsabilités inhérentes à leur rôle.

Telle est l'idée qui inspire le *Stewardship Code* qui existe depuis 2010 au Royaume-Uni et constitue pour les investisseurs institutionnels une sorte de pendant au *Corporate Governance Code*.

Telle est aussi la voie qui vient d'être choisie par le législateur français dans la loi de séparation et de régulation des activités bancaires (votée en seconde lecture au Sénat) en cas de défaillance bancaire. Partant du postulat qu'une banque prend des risques excessifs lorsqu'elle se croit à l'abri de la faillite grâce à l'intervention de l'État, le législateur a en effet prévu de réduire cet aléa moral en faisant supporter d'abord par ses actionnaires les pertes d'une banque aidée par les pouvoirs publics.

C'est le rappel d'une vérité fondamentale qui est que l'actionnaire est le premier payeur.