

Commentaire

« Il n'y a pas de bonheur sans liberté, ni de liberté sans vaillance », Thucydide.

TIRÉ-À-PART
NUMÉRO 104 / HIVER 2003-2004

NICOLAS VÉRON

Les heureuses mutations de la France financière

116 rue du Bac - 75007 Paris
Tél. 01 45 49 37 82 - Fax 01 45 44 32 18
infos@commentaire.fr - www.commentaire.fr

Les heureuses mutations de la France financière

NICOLAS VERON

Dans son article, Nicolas Baverez décrit un pays conduit au naufrage économique par « la rémanence du capitalisme d'Etat et de l'économie administrée ». Pourtant, depuis vingt ans, l'évolution du capitalisme français et de ses modes de financement est tout le contraire de l'immobilisme : le retrait de l'Etat a été massif et a conduit à un bouleversement du paysage des acteurs, qui est certes loin d'avoir atteint un nouveau point d'équilibre stable. Plutôt que le « déclin », c'est bien plutôt le mouvement et une adaptation encore inachevée qui semblent caractériser cet aspect de la vie économique nationale.

Une adaptation silencieuse

L'ouverture discrète mais continue de l'économie française aux mécanismes de marché depuis le début des années 80 a fait l'objet de nombreuses analyses. En moins de vingt ans, la part de la capitalisation boursière dans le PNB a triplé, et le nombre d'actionnaires individuels a presque quadruplé pour atteindre un total proche de six millions soit un dixième de la population¹.

La structure d'actionnariat des grandes entreprises françaises a profondément changé au cours de cette période. L'aspect le plus visible de ce changement est naturellement le programme de privatisations qui a été conduit de manière quasiment continue depuis 1986 et a eu un impact massif. Parmi les vingt premières entreprises françaises en termes de capitalisation boursière, les deux tiers sont, soit des entreprises privatisées ou en voie de l'être², soit le produit de fusions dans lesquelles une entreprise privatisée a été une composante majeure³.

La structure de « noyaux durs » mise en place à l'occasion des privatisations, et qui avait été commentée comme significative de la résistance française au capitalisme de marché, a été largement démantelée depuis le milieu des années 90 ; les noyaux durs n'ont pas entièrement disparu mais, en même temps que leur importance dans l'actionnariat des grands groupes diminuait, leur rôle s'est considérablement atténué dans le fonctionnement du capitalisme national. De ce point de vue, il est éclairant de comparer l'OPA de Marceau Investissement sur la Société Générale en 1988, d'une part, et celle d'Alcan sur Pechiney en 2003, d'autre part : dans le second cas, et à l'inverse du premier, le noyau dur hérité de la privatisation (AGF, BNP Paribas, Caisse des Dépôts) n'a joué aucun rôle déterminant.

A l'exact opposé du système de contrôle fermé symbolisé par les noyaux durs, le développement de l'actionnariat étranger dans les entreprises françaises a été spectaculaire et somme toute bien accepté. La part des non-résidents est passée d'environ 10% au milieu des années 80 à près de 44% aujourd'hui⁴. Dans le cas de Pechiney, deux fonds américains totalisent à eux seuls une participation presque égale à celle du « noyau dur »⁵. La quasi-absence de mécanismes de retraite par capitalisation en France a naturellement accentué cette tendance à l'augmentation de la part relative des acteurs étrangers.

En parallèle, le contexte institutionnel dans lequel évoluent les entreprises cotées a lui aussi beaucoup changé. Hors du cas très spécifique de la Belgique, la France avait déjà été, avec la création de la Commission des Opérations de Bourse en 1967, le premier pays européen à se doter d'une autorité de régulation des marchés de capitaux sur le modèle de la *Securities and Exchange Commission* américaine (créée en 1933). La France a également été le premier pays européen à mettre en place et surtout à faire respecter une législation

¹ Philip Gordon et Sophie Meunier, *Le Nouveau Défi français*, Paris, Odile Jacob, 2002

² BNP Paribas, Société Générale, STMicroelectronics, Suez, Saint Gobain, Renault (privatisées) ; France Telecom et Orange (en voie de privatisation).

³ Total, Sanofi-Synthelabo, Aventis, Crédit Agricole, AXA (classement sur la base du cours au 30 mai 2003 ; source : *Business Week*, 14 juillet 2003).

⁴ Enquête annuelle réalisée par le cabinet Georgeson Shareholder ; *Le Monde*, 29 juillet 2003.

⁵ Franklin et Fidelity (données au 31/12/2002), avec 11,6% du capital contre 12,6% pour la somme des participations des AGF (elles-mêmes désormais sous contrôle allemand), de BNP Paribas et de la CDC.

sur les délits d'initiés⁶. Le marché des actions lui-même a perdu son statut archaïque de coopérative en 1988 avec la dissolution de la Compagnie des agents de change et la création de la Société des Bourses Françaises ; celle-ci a franchi les frontières nationales en 2000 par fusion avec les bourses de Bruxelles et d'Amsterdam sous le nom d'Euronext, puis est elle-même devenue une société cotée en 2001. Enfin, le paysage des intermédiaires financiers a été renouvelé. Le monopole des Agents de Change a laissé la place, tout d'abord, à des Sociétés de Bourse en majorité françaises à la fin des années 80, puis à un afflux de plus en plus important d'opérateurs étrangers tels que les grandes banques d'investissement américaines.

Au total, par une combinaison de réformes législatives, d'opérations financières et du libre jeu de la concurrence, les entreprises françaises ont vu leurs caractéristiques et leur environnement financier se rapprocher sensiblement des modèles existants dans des pays tels que la Grande-Bretagne ou les Etats-Unis, où la prédominance des marchés de capitaux est beaucoup plus ancienne.

Un modèle instable

Pour spectaculaires qu'aient été les évolutions depuis le début des années 80, il serait erroné de penser que le système de financement des entreprises françaises a désormais atteint un point d'équilibre stationnaire. Il représente plutôt un état instable qui, pour paraphraser Musset, « n'est ni le passé ni l'avenir et ressemble à tous deux à la fois ». Ce caractère de transition se retrouve dans plusieurs éléments clés de l'environnement financier actuel.

Le rôle des banques, tout d'abord, est resté central et s'est même à certains égards renforcé. Les cinq dernières années ont été une période de profond remodelage et de consolidation du paysage bancaire français⁷, avec pour conséquence que les « survivants » ont à certains égards une position plus forte que par le passé. Malgré une tendance au développement des émissions d'obligations, les grandes banques restent pour les entreprises un intermédiaire indispensable à leur financement ; cela se traduit pour elles par une influence incontestable sur les grandes décisions de gestion, souvent matérialisée par leur présence dans les conseils d'administration et les comités d'audit. Or l'influence des banques s'accompagne de risques de conflit d'intérêt entre les préoccupations des

actionnaires et celles des créanciers, qui peuvent présenter entre elles des divergences significatives, comme l'ont illustré de manière spectaculaire les exemples récents de France Telecom et de Vivendi Universal. Ce type de conflit d'intérêt est à peu près inconnu dans le monde anglo-américain du fait de la prépondérance qu'y occupent les financements de marché sans intermédiation bancaire ; il ne semble pas avoir fait l'objet d'une réflexion approfondie de la part des pouvoirs publics ou des autorités de marché. Ainsi, le rôle prépondérant des grandes banques, en France comme dans d'autres économies d'Europe continentale, introduit des facteurs de risque pour les actionnaires, et également pour les banques elles-mêmes du fait de leur forte exposition au risque de crédit.

Une autre caractéristique française actuelle qui pourrait ne pas être pérenne concerne la structure des investisseurs institutionnels nationaux. Ceux-ci sont actuellement pour l'essentiel subordonnés à des groupes bancaires ou à des compagnies d'assurances (filiales « *asset management* »). Or, cette position peut, là aussi, créer des situations de conflit d'intérêt entre les préoccupations de la maison-mère, émettrice de valeurs cotées et ayant des relations avec un grand nombre d'autres émetteurs, et celles des clients épargnants. Cette situation est bien différente de celle du Royaume-Uni et des Etats-Unis où les grands investisseurs institutionnels, *mutual funds* et *pension funds* (sans même parler des *hedge funds*), sont le plus souvent des entités indépendantes – ce qui n'exclut pas d'ailleurs des conflits d'intérêt d'un autre type, par exemple lorsqu'un *mutual fund* détient le mandat de gestion d'un fonds de pension d'entreprise. En tout état de cause, il n'est pas acquis que la détention de presque tous les grands investisseurs institutionnels nationaux par des groupes de services financiers diversifiés corresponde à une organisation optimale du marché au bénéfice des investisseurs.

Egalement porteuse d'instabilités potentielles, la régulation publique des marchés de capitaux souffre actuellement d'un double déséquilibre. En termes de gouvernance d'une part, dans la mesure où les contrôles qui s'exercent sur elle, notamment de la part du législateur, sont moins étendus que dans d'autres pays⁸. En termes de champ géographique de son autorité d'autre part, car l'intégration croissante des marchés européens (accentuée dans le cas français par l'internationalisation d'Euronext) apparaît de plus en plus contradictoire avec une régulation boursière strictement nationale. Ceci est vrai également, avec des implications différentes, pour la supervision prudentielle des banques et des compagnies d'assurance qui demeure du ressort des banques centrales et commissions de surveillance nationales.

⁶ U. Bhattacharya et H. Daouk, « The world price of insider trading », *Journal of Finance* 57, 2002.

⁷ Rachat de Natexis par les Banques Populaires (1998), du CIC par le Crédit Mutuel (1998), fusion BNP-Paribas (1999), privatisation du Crédit Lyonnais (1999-2002) puis rachat par le Crédit Agricole (2003), acquisition du Crédit Foncier (1999) puis d'Euliac/CDC Ixis (2003) par les Caisses d'Epargne.

⁸ cf Pierre-Henri Conac, *La régulation des marchés boursiers par la Commission des Opérations de Bourse et la Securities and Exchange Commission*, Paris, LGDJ, 2002.

Enfin, le mode de gouvernement des entreprises elles-mêmes reste actuellement très inégalement orienté vers les exigences des marchés de capitaux. Certes, des efforts importants ont été réalisés ces dernières années en vue de l'application formelle de bonnes pratiques issues du monde anglo-américain, notamment à travers les rapports dits « Viénot 1 » (1995), « Viénot 2 » (1999) et « Bouton » (2002). Pourtant, le gouvernement d'entreprise dans les grands groupes français reste souvent marqué par la permanence de relations privilégiées entre grands acteurs nationaux financiers et non-financiers, qui suscite occasionnellement un certain scepticisme de la part des observateurs étrangers⁹. L'absence d'une représentation des investisseurs en tant que tels dans les comités ayant élaboré les rapports Viénot et Bouton est symbolique de cette tension¹⁰.

Une évolution bénéfique

Les scandales comptables américains de l'année 2002, qualifiés par Nicolas Baverez de « crise juridique, comptable, intellectuelle et morale », n'ont pas eu d'impact massif à court terme en France, ni sur l'encadrement juridique des marchés de capitaux, ni probablement sur les comportements. La Loi de Sécurité Financière votée en 2003 reprend des projets législatifs antérieurs, notamment pour la fusion de la Commission des opérations de bourse et du Conseil des marchés financiers ; la création du Haut Conseil du Commissariat aux comptes relève en grande partie d'impératifs extérieurs, liés à la négociation transatlantique en cours sur la supervision de la profession comptable¹¹. Le ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie, Francis Mer, a vigoureusement défendu l'autorégulation des acteurs privés en matière de gouvernement d'entreprise, face à ceux qui souhaitaient une intervention plus forte du législateur.

Pour autant, cette crise, combinée à la poursuite de l'intégration mondiale et européenne des marchés de capitaux, aura des effets à moyen terme qui prolongeront probablement les tendances

observées en France depuis vingt ans. Ces effets peuvent d'ores et déjà être identifiés dans trois domaines.

Tout d'abord, la relation entre les entreprises et leurs commissaires aux comptes est en train de se modifier profondément. Les firmes d'audit ont vécu avec stupeur la disparition brutale d'Andersen à la suite du scandale Enron, et ont été soumises coup sur coup à un encadrement juridique plus contraignant et à une augmentation de leurs risques juridiques qui affecte leur structure de coûts. Il en résulte une mutation graduelle de leur relation avec leurs clients, désormais marquée par plus de distance et une propension accentuée à la recherche de garanties pour couvrir leur responsabilité en cas de litige sur les comptes. De plus en plus, les entreprises seront amenées à se former elles-mêmes une opinion sur de nombreux enjeux pour lesquels elles avaient pris l'habitude de s'en remettre à l'expertise de leurs commissaires aux comptes. Il en résultera inévitablement des changements dans l'organisation, les compétences et les budgets des directions financières des groupes cotés.

Le deuxième aspect concerne le pouvoir des investisseurs. Le développement de l'« activisme actionnarial » et de l'intervention des actionnaires minoritaires dans la gestion des entreprises est appelé à se poursuivre et sans doute à s'accroître. Aux Etats-Unis, les pouvoirs publics envisagent de faciliter l'introduction par les minoritaires de résolutions soumises au vote des assemblées générales¹². Les votes exercés par les actionnaires institutionnels devront de plus en plus souvent faire l'objet d'une information publique, ce qui pourrait les conduire à une attitude plus active. S'il apparaît qu'une implication accrue des actionnaires renforce la performance des entreprises cotées, comme certaines études universitaires tendent à l'indiquer, alors le rôle voire la structure de détention des investisseurs institutionnels français pourraient être susceptibles de modifications.

Enfin, l'attitude des pouvoirs publics et des autorités de régulation devra s'adapter pour répondre à la fois aux dysfonctionnements mis en lumière par la crise et aux réactions de l'opinion publique. Ce mouvement est déjà très sensible aux Etats-Unis, où la *Securities and Exchange Commission*, qui a vu son budget doubler en deux ans, fait preuve d'un dynamisme inédit sous la direction de son nouveau président William Donaldson. En Europe également, le débat sur la régulation boursière a toutes chances de gagner de l'ampleur dans les mois et les années à venir. En particulier, la révision prévue en 2004 du

⁹ « French Capitalism – “Everyone talks of independent board members and shareholder activism but no one believes it” », *Financial Times*, 14 avril 2003.

¹⁰ Cf *Mieux gouverner l'entreprise*, rapport de l'Institut Montaigne, Paris, mars 2003 ; conclusion, page 94.

¹¹ L'Union Européenne est engagée dans une difficile discussion avec la *Securities and Exchange Commission* pour limiter les effets extraterritoriaux de la loi « Sarbanes-Oxley » de juillet 2002, qui donne au régulateur américain un pouvoir à peu près illimité de conduire des inspections dans les entreprises d'audit européennes ayant des clients cotés aux Etats-Unis, ce qui est le cas de presque toutes les grandes firmes du secteur. La création du Haut Conseil du Commissariat aux comptes permet de renforcer l'argumentation européenne en faveur d'une solution basée sur la reconnaissance mutuelle des inspections conduites dans un cadre strictement national.

¹² Cf par exemple les positions développées dans ce domaine par le *Council of Institutional Investors* qui regroupe la plupart des grands fonds de pension américains (www.cii.org). L'organisation syndicale AFL-CIO, impliquée dans la gestion de nombreux fonds de pension, est également très active dans ce débat.

« processus Lamfalussy¹³ » mettra vraisemblablement en lumière les limites du dispositif de régulation existant, ainsi que la nécessité de réfléchir à une intégration plus avancée dans ce domaine¹⁴.

Cette brève énumération montre que, au moins en ce qui concerne les marchés de capitaux et l'adaptation des entreprises, il serait tout à fait abusif de ne voir dans les vingt dernières années que des signes de déclin. Certes, les zones d'ombre ne manquent pas, et l'opportunité de certains changements a pu légitimement faire l'objet de débats. Mais le développement en France de marchés de capitaux actifs et bien intégrés à l'économie mondiale permet de faciliter l'émergence et la croissance de nouvelles entreprises ainsi qu'une meilleure répartition des financements dans l'économie¹⁵. De ce point de vue, la France n'apparaît pas en retard sur le reste de l'Europe continentale ; les évolutions des deux dernières décennies ont eu de nombreux effets bénéfiques, et il est permis d'espérer qu'il en ira de même dans les années à venir.

NICOLAS VERON

¹³ Ce « processus » rassemble une série de mécanismes de production de règles communautaires relatives aux marchés de capitaux et de coordination entre les régulateurs nationaux, mis en place à la suite d'un rapport rédigé sous la responsabilité d'Alexandre Lamfalussy en 2001.

¹⁴ Cf par exemple Jacques Mistral, Christian de Boissieu et Jean-Hervé Lorenzi, *Les normes comptables et le monde post-Enron*, rapport du Conseil d'analyse économique, juillet 2003 ; conclusion, page 104.

¹⁵ Cf, pour un développement récent et énergique de cet argument : Raghuram Rajan et Luigi Zingales, *Saving Capitalism from the Capitalists – Unleashing the power of financial markets to create wealth and spread opportunity*, Crown Business Press, 2003.