

# Introduction

## Finance, entreprise et long terme

Par **Christophe MOUSSU**

ESCP, LabEx ReFi

et **Pierre-Charles PRADIER**

Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, LabEx ReFi

**O**n observe depuis trente ans une spectaculaire montée de la gouvernance actionnariale dans les entreprises. L'objectif de maximisation de la valeur actionnariale s'est imposé d'abord aux États-Unis, puis en Europe et ailleurs. C'est vrai pour les entreprises cotées, c'est également le cas pour les entreprises non cotées dans lesquelles des fonds privés investissent. Cette financiarisation des entreprises s'est accompagnée d'une croissance des incitations financières accordées aux dirigeants d'entreprises, visant à aligner leurs intérêts sur celui des actionnaires. La crise financière a interpellé l'opinion sur la place et le rôle de la finance en général. La question de la financiarisation des entreprises s'est imposée dans le débat. Certains détracteurs voient derrière celle-ci tous les maux de la Terre : déclasserement social, montée des inégalités, dérèglement climatique...

En particulier, le débat sur les effets des marchés financiers et du court-termisme qu'ils pourraient induire, sans être très récent, fait aujourd'hui rage aux États-Unis. La sénatrice Elizabeth Warren déposait en 2018 une proposition de loi sur la responsabilité du capital<sup>(1)</sup> avant que la *business roundtable* n'exprime par une spectaculaire déclaration, le 19 août 2019<sup>(2)</sup>, les limites de la maximisation de la valeur actionnariale. Certains y verront une façade, d'autres un mouvement de fond important, d'autres encore considèrent que ce serait une manière pour les dirigeants de limiter leur responsabilité face à des actionnaires devenus plus puissants, engagés et responsables. Ce débat s'invite aussi en France. En témoigne le vote de la loi PACTE qui fait suite à des interventions du Président de la République contre « le capitalisme ultralibéral et financier, trop souvent guidé par le court terme et l'avidité » (Emmanuel Macron, dans ses vœux 2019 aux Français).

Les effets réels des marchés financiers et de la financiarisation des entreprises sur l'investissement, mais aussi leurs impacts sociaux et environnementaux sont des sujets importants, qu'il convient d'étudier et de débattre pour accompagner une évolution du modèle de gouvernance actuel. Que sait-on de la réalité d'un court-termisme qui serait induit par les marchés financiers ? Certaines catégories d'investisseurs induisent-elles des comportements de plus long terme et plus responsables ? La maximisation de la valeur actionnariale s'oppose-t-elle à la valeur partenariale ? Est-elle inconciliable avec la prise en compte des externalités ? Quel doit être le rôle de la réglementation ? Un changement de l'objet social des entreprises est-il à même de faire bouger les lignes ? Ce sont autant de questions importantes qu'il convient d'aborder.

Ce numéro de *Réalités industrielles* regroupe des contributions d'académiques, de professionnels et de régulateurs pour éclairer le débat sur ce sujet d'une grande complexité. Il vise à offrir un panorama de ce que l'on sait déjà, mais s'ouvre également à de nouvelles problématiques. Nous tenons à remercier très sincèrement l'ensemble des contributeurs à ce numéro. Leurs contributions sont organisées autour de quatre thèmes.

### Financement des entreprises et horizon des entreprises

Christophe Moussu aborde la question du rôle des marchés financiers et des incitations qu'ils induisent dans les entreprises en matière d'investissement et d'impact social et environnemental. Il présente les preuves empiriques de l'existence d'un court-termisme qui serait induit par les marchés financiers en insistant sur ses différents canaux (mesures de performance de court terme, calibrage des rémunérations incitatives, analystes financiers). Il s'interroge sur le rôle des croyances et discute les voies de sortie. Pour Alexandre Garel, des travaux empiriques confirment l'existence d'effets réels des investisseurs de long terme sur l'investissement en actifs tangibles et intangibles, sur l'évolution du cours de bourse en temps de crise, sur la propension des dirigeants à céder aux demandes court-termistes du marché, sur la politique de distribution et sur la performance des fusions-acquisitions. Pour autant, on ne connaît pas de méthode infallible pour attirer les actionnaires de long terme. Jean-Briec Le Tinier cite en exemple le cas d'une entreprise dont la

(1) L' Accountable Capitalism Act est présenté sur le site du Sénat américain à l'URL : <https://www.warren.senate.gov/download/accountable-capitalism-act-one-pager&download=1>

(2) <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>

stratégie, délibérément orientée vers le long terme, a un effet positif sur sa valorisation et sur ses actions, grâce à un effort de pédagogie vis-à-vis de (toutes le)s parties prenantes. Reste que les nouveaux acteurs ne sont pas nécessairement les plus vertueux : Paul-Adrien Hyppolite et Antoine Michon dévoilent comment les GAFAM investissent leurs profits considérables en rachats d'actions et en obligations souveraines américaines. S'ils faisaient le choix de soutenir des innovations au travers d'investissements de long terme, les GAFAM pourraient contribuer à augmenter notablement le taux de croissance de l'économie mondiale, et, en parallèle, une intervention des autorités publiques pourrait peut-être permettre de nous engager sur un sentier de croissance supérieure. Alexis Collomb constate néanmoins que certains des entrepreneurs de la Silicon Valley souhaitent rompre avec l'exclusivité de la valeur actionnariale : Jeff Bezos défend l'alignement des intérêts des parties prenantes sur le long terme ; Eric Ries, quant à lui, crée une bourse de long terme. Les possibilités techniques offertes, notamment par les actifs numériques, convergent avec les avancées des sciences de gestion qui montrent la nécessité de tenir compte de toutes les parties prenantes et d'être attentif aux externalités produites.

## D'une gouvernance actionnariale à une gouvernance partenariale

La solution au court-termisme passe-t-elle par la modification de la gouvernance des entreprises ? Se focalisant sur la question des risques, François Valérien propose d'agir non pas sur la relation entre propriété et contrôle, mais sur l'organigramme, en rattachant directement au conseil d'administration le directeur du risque et de la conformité : une telle réforme, inspirée par le principe de séparation des pouvoirs, est la seule permettant de faire échec à un comportement fautif du dirigeant de l'entreprise. Cécile Renouard dénonce pour sa part un problème plus global : l'incohérence entre, d'une part, les engagements des États dans les traités internationaux et, d'autre part, la conception légale de l'entreprise. Si l'on veut mettre en cohérence les pratiques des entreprises avec les nécessités sociales et environnementales, il faut inverser les priorités actuelles et partir du « terrain ». L'entreprise à mission, telle qu'elle s'inscrit dans la loi PACTE, marque une avancée dans cette direction. Blanche Segrestin et Anne-Laure Parpalaix rappellent que la pérennité de l'entreprise est moins liée à la coïncidence entre l'horizon des projets d'investissement et celui des investisseurs qu'à la capacité de régénération de l'entreprise qui implique un engagement fort en direction de l'innovation. Dans cette perspective, l'entreprise à mission bénéficie d'un avantage dans la mesure où ses contributeurs s'engagent en rendant explicite leur projet commun. Ce peut être le cas des coopératives, mais Pierre-Charles Pradier expose des biais court-termistes spécifiques dont elles peuvent être les proies, en dépit des principes prometteurs dont elles excipent. À défaut de changer l'entreprise, on constate avec Isabelle Guénard-Malaussène que les fonds d'impact social rendent explicite la mesure de leur contribution au bien commun. L'exemple des fonds solidaires en France permet de constater le bien-fondé de l'approche d'investissement à impact social et justifie pleinement de les encourager auprès des épargnants.

## Le rôle de la réglementation et de l'État

L'État a la responsabilité de déterminer, au travers du droit de l'entreprise et des contrats, les formes dans lesquelles s'expriment les relations économiques. La loi PACTE propose le renouvellement de l'objet social de l'entreprise dont la définition remonte à la rédaction du Code civil, en 1804. Alain Pietrancosta explique comment la loi PACTE met en œuvre un élargissement de l'objet social de l'entreprise et la possibilité d'une déclaration de sa raison d'être. On voit les effets de discours, mais pour les effets réels, en particulier l'impact sur la jurisprudence, nous devons vraisemblablement attendre l'épreuve des faits. Outre la réglementation, l'État intervient aussi par le contrôle des organisations économiques. Dans ce domaine, Nathalie Aufauvre et Clément Bourgey présentent une série d'initiatives de la Banque de France, en tant que tête d'un Réseau des banques centrales, en faveur du verdissement du système financier qui vise à prendre en compte les effets induits par le réchauffement climatique et par les politiques publiques sur le système financier. Les premiers effets de cette prise de conscience commencent à se faire sentir avec le développement de tests de résistance spécifiques. Toutefois, l'action de l'État comporte également des effets secondaires non désirés. Ida Bagel et Michael Troege invitent à réfléchir à la composition des incitations fiscales et monétaires qui biaisent la concurrence en faveur des fonds d'investissement en capital, et donc au détriment des entreprises traditionnelles : ces dernières cherchent à réunir les parties prenantes dans une relation de long terme pour créer de la valeur autour de projets industriels, tandis que les fonds tentent des coups, pas toujours au bénéfice de l'intérêt général. Gérard Hertig généralise cet exemple : en intervenant pour préserver l'économie du risque systémique, le régulateur modifie les incitations, ce qui entraîne des effets de répartition dans toute l'économie et impacte l'horizon d'investissement des agents. Aussi la régulation doit-elle voir au-delà de ses objectifs immédiats – l'efficacité des marchés et la protection des consommateurs – pour mesurer les effets sociétaux réels de ses interventions. Les régulateurs du monde entier ont déjà pris conscience du problème, mais il reste encore beaucoup de travail avant de pouvoir comprendre l'ensemble des effets indirects. Ainsi, par exemple, dans le cas particulier mais important des procédures de restructuration des entreprises en difficulté, Sophie Vermeille et Eva Fourel montrent que les États ne poursuivent pas tous les mêmes objectifs et n'emploient donc pas tous les mêmes modalités : alors que le droit des pays anglophones semble privilégier la résurrection d'un modèle économique viable, le droit français semble chercher à tout prix la sauvegarde immédiate de l'emploi, avec des effets de long terme différents. La transposition de la récente directive européenne offre une occasion historique d'augmenter l'efficacité sociale des règles de faillite.

## Incitations au financement des externalités de long terme

L'égoïsme des décideurs économiques peut engendrer des externalités négatives, l'action de l'État aussi : en dépit de la complexité de la tâche, les autorités publiques peuvent-elles induire des incitations favorables au financement d'externalités positives de long terme ? Claire Castanet constate, en premier lieu, que la capacité des ménages faiblit sur ce point, puisque le patrimoine financier des Français est en baisse, et, en second lieu, qu'au sein de ce patrimoine financier, la part des actions est elle-même en baisse. L'éducation financière générale et le développement d'une demande de financement explicite pour des projets durables pourraient inverser la tendance et amener les Français à utiliser à nouveau leur épargne pour financer des projets de long terme. En attendant, Jean-François Boulier nous rappelle que les investisseurs institutionnels sont de plus en plus nombreux à tenir compte de la performance extra-financière dans la constitution de leurs portefeuilles. Pour autant, le choix de critères de long terme alignés sur les objectifs affichés par les gouvernements ou les traités internationaux exige une mise en cohérence générale de la réglementation financière. Les obligations vertes permettent de faire converger les critères de performance environnementale, comme le montrent Franck Bancel et Dejan Glavas. Elles présentent des avantages pour la collectivité, en particulier en matière d'information financière grâce à la reddition des comptes (*reporting*) des emprunteurs. Cela entraîne des coûts nets, en contrepartie desquels les obligations vertes semblent toutefois être plus faciles à placer, même dans des conditions de marché dégradées. Anne-Catherine Husson-Traore considère le problème général des impacts de la diversité des formats pour la reddition des comptes sur la performance environnementale, sociale et de gouvernance des entreprises. D'une part, les consciences sont de plus en plus sensibles à ces questions ; d'autre part, les difficultés de Bayer après le rachat de Monsanto montrent que l'on ne peut plus se contenter de critères ESG cosmétiques. En conséquence, des référentiels internationaux sont en voie d'émergence. Reste que si l'on développe de tels référentiels, c'est pour les appliquer de manière systématique. Or, comme l'indique Claire Tutenuit, les investissements dans la transition écologique ne sont pas en général économiquement viables en raison de leur couple risque-rentabilité qui est souvent peu attractif. Des politiques publiques à tout le moins incitatives, voire des politiques créatrices d'obligations de faire pour certains acteurs sont indispensables pour débloquer le financement de ces investissements. À l'horizon, le chiffrage des besoins et la nature des politiques macro-économiques nécessaires pour mettre en œuvre la transition écologique dans des conditions socialement acceptables constituent un sujet à part entière<sup>(3)</sup>.

---

(3) Abordé par Christian de Perthuis dans son article (co-écrit avec Boris Solier) « Le rôle du prix du carbone dans la transition électrique » publié dans le numéro de Janvier 2019 de *Responsabilité & Environnement*, ce sujet mériterait peut-être que lui soit consacré un dossier entier des *Annales des Mines*.