

RECYCLAGE DE L'ÉPARGNE, DÉVELOPPEMENT INDUSTRIEL ET ACTIONNAIRES DE RÉFÉRENCE

PHILIPPE BUCHET ET CHRISTIAN HUVENEERS *

L'objectif de cet article est de répondre aux questions : Dans quelle mesure la structure actuelle des marchés financiers rencontre-t-elle les besoins de développement économique ? Quelles formes d'organisation industrielle et financière devraient compléter ces marchés ?

Le point de départ est constitué par des observations et des réflexions relatives aux cas français et belge. Dans son récent ouvrage consacré notamment au rôle de l'épargne dans le développement industriel, J. Peyrelevade¹ procède à une analyse assez pessimiste de la situation française. On peut la synthétiser par les constatations suivantes :

- l'actionnariat est instable ;
- l'épargne est souvent investie de façon inefficace au sens où elle est trop orientée vers des placements de court terme sans risque ;
- la liquidité et la surface du marché financier ne sont pas la panacée pour le développement économique ;
- la défense des intérêts industriels doit rester une priorité.

Cette analyse fait aussi écho au célèbre ouvrage de Michel Albert sur la compétition entre les deux types de capitalisme : d'une part, le capitalisme anglo-saxon (dont les USA sont le paradigme) basé, pour ce problème de recyclage de l'épargne, sur la liquidité et la surface du Marché (la Bourse) et d'autre part, le capitalisme rhénan (dont les paradigmes sont l'Allemagne et le Japon) basé sur la Banque². Certaines de nos réflexions rejoignent aussi celles du dernier ouvrage de Christian Saint-Etienne qui s'interroge - notamment - sur le type de capitalisme vers lequel la France et l'Europe devraient tendre³.

207

* Respectivement Université de Liège et FUNDP, FUCAM, Lille, ULB. Les auteurs remercient C. Morel, Ch. Kegels, E. de Chellinck et R. Gillet pour leurs commentaires ainsi que les membres de «Business Piazza».

1. «Pour un capitalisme intelligent», J. Peyrelevade, Editions Grasset, Février 1993. Récemment, des réflexions du même type ont été exprimées pour le cas belge (G. Samyn, dans la Libre Entreprise du 22 janvier 1994, p. 32).

2. M. Albert, «Capitalisme contre Capitalisme», Le Seuil, 1991, en particulier, pp. 17-18 pour l'opposition entre la Bourse et la Banque et pp. 126-130 pour le modèle des banques allemandes.

3. Ch. Saint-Etienne, «L'Europe contre le capitalisme», Armand Colin, 1993.

A cet égard, notre article peut contribuer au débat sur le paradoxe de l'économie américaine (et britannique) qui aurait le secteur financier le plus sophistiqué mais qui aurait subi, plus que d'autres, le processus de désindustrialisation. Il examine en particulier le problème du financement des grandes entreprises, ainsi que le développement de schémas industriels caractérisés par une forte intensité de capital. Sont exclues en revanche du schéma d'analyse, les sociétés financées hors marché, et notamment celles qui recourent à un financement spécialisé, tel le «Venture Capital». Par ailleurs, cet article, qui privilégie le thème de la croissance industrielle, n'incorpore pas davantage les problèmes stratégiques liés au retrait des «actionnaires stables» (le problème de la «sortie»).

Le plan de l'article est alors le suivant.

Dans la *première partie* (Thèses et arguments), la section 1 analyse le profil de l'épargne et des intermédiaires financiers. Dans la section 2, on essaie de cerner le *concept de liquidité* du marché financier, concept central pour définir les différents types de systèmes financiers et pour discuter le (dé)couplage entre les marchés boursiers et les besoins industriels. Dans la section 3, on se demande s'il y a adéquation entre d'une part les théories du portefeuille et la recherche de liquidité des marchés boursiers et d'autre part, les impératifs de rendement différé et de prise de risque assumés par les gestionnaires industriels ; cette interrogation débouche sur la question des *actionnaires professionnels de référence*. La section 4 définit le rôle de ces actionnaires de référence et développe notre thèse : *il y a une logique commune à l'octroi de fonds propres comme actionnaires professionnels et à l'octroi de capitaux permanents sous forme de fonds de tiers*.

La *deuxième partie* (Développements) discute deux modalités concrètes d'un actionnariat professionnel de référence : la solution intégrée de la *banque mixte du modèle allemand* et la *solution souple de groupes formés par le couple holding - banque*.

Pour permettre une lecture rapide, chaque partie peut être lue séparément et chaque section de la première partie contient des textes en italique donnant la synthèse.

Thèses et arguments

Le profil de l'épargne et du secteur financier

L'épargne est-elle investie de façon efficace ?

Pour répondre à cette question, on a analysé pour cinq pays européens (Allemagne, Belgique, France, Italie, Pays-Bas) et pour les différents agents économiques (ménages, entreprises non-financières, secteur financier, Pouvoirs Publics), l'importance de l'épargne financière

et, au sein de ces placements financiers, la part des placements en capital à risque (actions).

Il ressort que :

- la part de l'épargne financière investie en capital à risque (actions) est assez faible : entre 3,5% pour l'Allemagne et 14% pour la France ;

- ces placements en actions, tout comme les autres placements financiers, sont en grande partie des placements indirects, c'est-à-dire via des institutions financières : dans les cinq pays considérés, 40 à 50% de l'épargne financière est canalisée via des intermédiaires financiers. Les placements directs en actions sont donc faibles (ainsi, les ménages allemands n'investissent que 1% de leurs placements financiers totaux en actions) ;

- dans cette situation d'intense intermédiation financière, l'importance des placements en actions des banques et des compagnies d'assurance, est cruciale pour le capital à risque, comme en atteste le tableau ci-dessous :

Tableau 1 :
Importance du secteur financier dans les placements en actions
(chiffres cumulés sur la période 1980-89,
en % du total des placements en actions de chaque pays)

209

Allemagne	34,6
Belgique	11,7
France	25,0
Italie	20,1
Pays-Bas	56,2

Sources : R. Ackx, OCDE, Bulletins de la Banque Nationale de Belgique, calculs propres.

L'importance du secteur financier dans les placements en actions pour l'Allemagne est imputable surtout aux banques qui peuvent détenir toutes participations dans des entreprises non-financières (cf. infra). Pour les Pays-Bas, le chiffre élevé est imputable aux compagnies d'assurances qui placent près de 20% de leurs avoirs en actions.

Pour ces deux pays, le recyclage de l'épargne vers le capital à risque est donc en grande partie internalisé par une intermédiation indirecte. Pour la France, l'Italie et la Belgique, en l'absence de modifications importantes de la politique de placement des banques et assurances, le développement du capital à risque dépend par contre de l'affectation de

l'épargne du secteur non-financier et des marchés boursiers. Il en va évidemment de même pour les pays anglo-saxons, USA et Grande-Bretagne, dont les entreprises se sont, on le verra plus loin, traditionnellement financées sur les marchés des capitaux plutôt que par emprunts bancaires.

Cette constatation est préoccupante en particulier pour l'Italie et la Belgique : l'épargne des ménages y est moins investie en actions qu'en France et les banques et compagnies d'assurances ne peuvent ou ne veulent pas y assumer d'importantes participations dans des entreprises industrielles ou commerciales.

On doit alors se demander dans quelle mesure, même dans des pays hautement développés comme la France, l'organisation de marchés financiers - notamment boursiers - visant à procurer des économies d'échelle mesurées par exemple en termes de liquidité du marché, rencontre les besoins de développement économique à long terme.

Liquidité du marché et développement économique

Dans cette section, nous voulons cerner brièvement le concept de liquidité à partir de considérations d'économie industrielle et analyser ainsi sa relation avec le développement économique. On procède en deux étapes :

- le lien entre liquidité et type de système financier ;
- le lien entre type de système financier (avec le degré de liquidité qu'il procure) et croissance macro-économique.

Liquidité, droit des contrats et système financier

Le degré de liquidité d'un actif financier dépend de la nature du contrat qui lie le prêteur et l'emprunteur. Un actif financier complet et standardisé (du type commercial paper, obligation) est liquide, car il peut être échangé sur un marché de valeurs mobilières entre de nombreux intervenants. Un prêt bancaire est peu liquide, c'est-à-dire qu'il peut difficilement être échangé sur un marché parce qu'il est peu standardisé et que l'information détenue par le banquier sur son client peut difficilement être transférée sur un marché accessible à tout épargnant.

Corrélativement, le degré de liquidité des systèmes financiers dépend du type de financement prédominant. Dans le capitalisme anglo-saxon où les entreprises se financent principalement par l'émission de titres standardisés et complets sur les marchés financiers (on parle de *système M*, c'est-à-dire système financier basé sur le marché), le degré de liquidité est élevé et un investisseur peut, par simple vente des actifs, réaliser des gains immédiats plutôt que d'attendre des gains de long terme. En revanche, au Japon et dans beaucoup de pays d'Europe

continentale (capitalisme rhénan), on parle de *système B* (B pour Banque) : la relation de long terme entre banques et entreprises est prédominante pour le financement de ces dernières et les actifs financiers émis (emprunts bancaires) sont *peu liquides* (Ch. Huveneers et A. Steinherr, 1993; B. Amable et J.B. Chatelain, 1995).

Système financier et croissance macro-économique

Ayant analysé le lien entre le concept de liquidité et le type de système financier (système M et système B), on se demande si ce degré de liquidité financière a un effet sur la croissance macro-économique.

A cette fin, on a régressé les taux de croissance moyens durant la période 1980-90 (pour 16 pays de l'OCDE) sur le taux de croissance moyen de la période 1960-80 (pour tenir compte des facteurs de croissance spécifiques aux différents pays, tels que le volume d'investissement, la politique industrielle...) et sur des variables financières. Ces variables financières mesurent le coût du capital, l'efficacité de l'intermédiation financière (mesurée par l'écart entre taux d'intérêt débiteur et créateur, appelé «spread») et le degré de liquidité (la liquidité du système financier est mesurée par la disponibilité d'instruments liquides : commercial paper et certificats de dépôts, émissions d'obligations internationales, importance de la capitalisation boursière).

Il apparaît que les variables financières influencent la croissance, même si ce n'est pas de manière spectaculaire (Huveneers et Steinherr, op. cit., 1993). Mais il n'est pas permis de conclure des résultats économétriques que la liquidité du système est la seule variable financière pertinente pour la croissance : elle exerce certes un effet positif sur le taux de croissance mais l'effet en est faible (un doublement du degré de liquidité dans l'économie n'entraînerait en moyenne qu'une augmentation de 0,2 à 0,3 point de croissance). L'efficacité de l'intermédiation financière mesurée par l'écart de taux d'intérêt exerce aussi un effet positif (une réduction de 1% du spread augmenterait la croissance en moyenne de 0,1 point de croissance).

La liquidité n'est donc pas le seul levier financier favorable à la croissance.

Cette observation acquiert une résonance particulière dans le contexte actuel. Ce contexte se caractérise - schématiquement - par des tendances à la désintermédiation bancaire et au décloisonnement des marchés financiers.

A une époque caractérisée par la désintermédiation bancaire et le décloisonnement des marchés financiers, peut-on déceler les lignes de force qui gouverneront à l'avenir la structuration des marchés ? En particulier, comment relier les exigences du développement industriel de long terme et la recherche de liquidité des opérateurs sur le marché (en particulier des épargnants investissant en bourse (l'«actionnariat populaire»)) ?

Cette section sur la liquidité débouche ainsi sur le champ de réflexion suivant : peut-on assurer un couplage efficace entre les marchés financiers (notamment la Bourse) et les besoins industriels ?

Le couplage entre les marchés boursiers et les besoins industriels est-il efficace ? Y a-t-il toujours adéquation entre les objectifs de l'actionnariat populaire et les impératifs auxquels font face les gestionnaires d'entreprises industrielles et commerciales ?

Nous abordons cette question sur base de deux démarches empiriques :

- la première porte sur la divergence à long terme entre l'économie financière et l'économie réelle ;

- la seconde relève de l'efficience des marchés et du risque de tendance : est-il vrai que la simple prise en compte des écarts conjoncturels sur les résultats escomptés des entreprises, explique les vastes fluctuations qui caractérisent les tendances des bourses (ce qu'on appelle risque de tendance, c'est-à-dire risque de marché) ?

Dissociation à long terme entre économie financière et économie réelle : le financier «interne» et le financier «externe» face au CAPM

212

De nombreux auteurs ont déjà consacré leur plume à la question du «découplage» entre l'économie financière et l'économie réelle et au danger de confusion entre croissance industrielle à long terme et plus-values financières.

Pour mettre ce découplage en perspective, on introduit la distinction entre financiers internes et financiers externes. Par financiers «internes», on entend les responsables financiers d'entreprises industrielles ou commerciales. Le vocable «financiers externes» désigne des intervenants sur le marché boursier : particuliers (actionnariat populaire), conseillers en placements, gestionnaires de SICAV et de fonds de pension, brokers, agents de change ...

Sur le marché boursier, beaucoup de ces financiers externes se réfèrent à des modèles micro-économiques d'équilibre partiel, en particulier le M.E.D.A.F. (pour «Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers» ; le sigle correspondant en anglais est CAPM).

La littérature récente en économie financière et industrielle établit certes un lien entre les concepts du CAPM et les comportements sur le marché des produits. Mais il faut bien reconnaître qu'outre le caractère restrictif de leurs hypothèses, les modèles financiers tel le CAPM sont basés sur l'observation des rendements boursiers du passé, alors que les financiers internes doivent prendre des décisions pour l'avenir. Ces deux modèles de référence (financier interne et financier externe) peuvent déboucher sur trois formes de découplage :

- l'utilisation de ces modèles financiers n'exclut pas la sur-évaluation ou la sous-évaluation en Bourse, c'est-à-dire qu'elle n'exclut pas un découplage (entre économie financière et économie réelle) ;

- alors que le gestionnaire d'entreprise fait face à un risque par essence non diversifiable, le financier externe n'a, quant à lui, nullement la vocation de pratiquer un partenariat de long terme avec l'une ou l'autre entreprise et il ne va pas concentrer ses risques. La logique d'évaluation des actions des entreprises par le CAPM conduit en effet à une logique de liquidité : le financier externe doit pouvoir à tout moment procéder à des arbitrages en vendant les titres détenus dont le rendement ne compense pas la hauteur du risque systématique (ce risque systématique, c'est-à-dire non diversifiable, étant mesuré par le coefficient bêta) ;

- et surtout, le CAPM ne prend pas en compte de façon explicite le risque de tendance.

En conséquence, ne conviendrait-il pas d'intégrer également, outre le risque systématique (bêta), le risque de marché (risque de tendance) dans l'analyse du coût de la politique de financement des entreprises ? En d'autres termes, il faut se demander quel est l'impact sur l'économie réelle des périodes, souvent longues, de sur- ou de sous-évaluation des actifs financiers en matière de capacité de financement industriel (cette problématique, développée par J. Tobin avec son rapport d'évaluation q , peut s'exprimer par l'exemple suivant : « dans quelle mesure le baril de pétrole produit en mer du Nord est-il plus ou moins cher que celui acheté à Wall Street ? »).

213

L'efficience des marchés financiers et le risque de tendance

Pour le financier externe, un portefeuille diversifié permet d'éliminer le risque non systématique et le CAPM permet de mesurer le risque systématique (non éliminable par diversification) qui doit être rémunéré. On vient aussi de relever qu'un tel modèle de portefeuille ne constitue pas, pour le financier interne, un outil face au risque de tendance (risque affectant l'ensemble du marché).

Or, ce risque de tendance nous semble difficile à appréhender à cause du possible découplage entre le cycle financier et le cycle réel⁴.

Certes, le marché boursier est-il doté d'une capacité d'arbitrage entre les informations relatives aux évolutions attendues des sociétés cotées⁵. Mais à l'évidence, cette faculté d'anticipation trouve déjà ses limites dans la capacité de lissage des cycles conjoncturels dans des métiers où la durée de vie des investissements dépasse largement ces derniers, comme par exemple le secteur des

4. A ce sujet, voir notamment le numéro spécial de la Revue d'Economie Financière, 1993.

5. Pour autant que la capacité de réaction de la bourse soit confirmée par les hypothèses traditionnelles d'efficience, d'atomicité, etc. (pour une étude approfondie de l'efficience informationnelle du marché boursier, voir R. Gillet, 1991).

métaux non ferreux ou le ciment. Peut-on en effet expliquer les vastes fluctuations qui caractérisent le risque de marché par la simple prise en compte des écarts conjoncturels sur les résultats escomptés des entreprises ?

A la recherche d'actionnaires professionnels

Champ de réflexion

Examinant les modalités d'adaptation structurelle qui permettraient de garantir le bon fonctionnement des marchés financiers sur le plan de l'allocation de l'épargne, J. Peyrelevade évoque l'*actionnaire de référence* (dans le contexte spécifiquement français, J. Peyrelevade s'attache surtout à l'actionnaire public).

Généralisant les réflexions de J. Peyrelevade pour les appliquer à d'autres pays que la France, le champ de réflexion est le suivant :

Faut-il et existe-t-il des actionnaires de référence, investisseurs actifs qui peuvent focaliser l'organisation du marché boursier et qui ont le même type de modèle de décision que les gestionnaires des entreprises industrielles et commerciales? On vient de voir que l'épargnant particulier n'est pas l'actionnaire de référence sur le marché boursier. Il faudrait alors un actionnariat professionnel, parallèlement ou en complément à l'actionnariat populaire.

On s'attache aux capacités d'intervention spécifiques - en matière de développement et de soutien financier de politiques industrielles - de trois types d'organisations :

- banques mixtes et Banques universelles ;
- holdings et groupes de contrôle ;
- investisseurs institutionnels (compagnies d'assurances, fonds d'investissement).

Nous donnons d'abord quelques informations relatives à ces trois types.

En ce qui concerne les compagnies d'assurances, le tableau 2 révèle que leur détention d'actions est certes assez élevée en France et aux Pays-Bas (et pour ce second pays, ceci compense la faiblesse des investissements en actions des ménages). Néanmoins, la détention d'actions par des compagnies d'assurances s'accommode difficilement de participations permanentes de contrôle (*cf. infra*, seconde partie).

Tableau 2 :
*Part des actions dans les placements financiers totaux
 des compagnies d'assurances
 (en %, moyenne des années 1983-89 pour les Pays-Bas,
 1980-89 pour les autres pays)*

Allemagne	6,27
Belgique	2,39
France	31,82
Italie	9,6
Pays-Bas	19,34

Sources : OCDE, R. Ackx, calculs propres.

Quant aux Banques universelles, l'annexe contient les définitions de base.

Concernant les holdings⁶ et groupes de contrôle, Ph. Buchet et Ch. Huveneers (1994) développent une typologie en fonction de leur degré d'intervention : dans quelle mesure le support financier s'accompagne-t-il d'une politique d'encadrement proactive au plan industriel ? Les auteurs ont identifié à cet égard cinq types de comportement financier. Pour mémoire, la typologie proposée englobe, par ordre d'interventionnisme décroissant, les profils suivants (avec des exemples) :

- groupes industriels et/ou commerciaux : Ciments Lafarge, Rhône-Poulenc ;
- groupes industriels à développement financier : Bouygues ;
- groupes financiers de développement : Paribas ;
- groupes financiers de contrôle : Suez ;
- groupes financiers patrimoniaux et fonds de placement : Pallas.

Mais qu'attend-on exactement de ces institutions (banques universelles, holdings et groupes de contrôle) candidates au rôle d'actionnaires professionnels ?

Les actionnaires professionnels de référence devraient répondre aux besoins combinés de la stabilité, sans tomber dans l'excès de la main-morte, consistant à « dormir sur ses participations », et de la fluidité, sans tomber dans la pure logique de liquidité et de diversification de l'actionnariat populaire, par nature instable.

6. Nous excluons de la sphère de définition des holdings les « écluses fiscales » du type « sociétés de portage ».

Le rôle des actionnaires professionnels de référence : stabilité et fluidité

La stabilité de l'actionnariat (problématique de l'ancrage)

On attend de l'actionnaire de référence qu'il évite les risques qui découlent de l'instabilité de l'actionnariat quant à la mise en oeuvre d'une politique industrielle cohérente. La stabilité peut prendre les formes suivantes :

- soutien d'une politique à long terme : poursuite des choix de développement économique de l'entreprise ;
- souveraineté financière : défense de l'autonomie de l'entreprise en regard de ses capacités d'accès aux ressources financières ;
- constitution de noyaux durs : minorité de blocage et politique de contrôle.

Remarquons que ce concept d'ancrage est « multidimensionnel » selon les axes suivants :

- aspects géographiques (contrôle par des holdings du développement régional, par exemple) ;
- aspects sectoriels (défense du know how dans une filière et/ou une technologie de base ; ex. : BSN, Nestlé) ;
- aspects stratégiques (contrôle militaire, accès aux activités de première nécessité, comme le secteur de l'énergie) ;
- économie publique (défense du tissu industriel et mise en oeuvre d'une politique de l'emploi).

La fluidité (capacités d'arbitrage et d'ajustement)

La fluidité dans l'allocation des ressources concerne les capacités d'arbitrages et d'ajustements sectoriels ou régionaux.

- Ajustements sectoriels : comment mettre en oeuvre les moyens préventifs appropriés pour éviter les blocages de filières ? Le blocage de filière est la sanction de l'inertie. Il découle en général d'une politique industrielle réactive axée sur l'intégration verticale. Des exemples bien connus sont fournis par les secteurs des métaux non ferreux, du verre et des télécommunications, avec l'émergence des fibres optiques et les conséquences qui en découlent pour les câbleries, filiales de groupes appartenant au secteur du cuivre.

- Ajustements régionaux : assurer la souplesse relative à la défense des positions concurrentielles notamment en s'assurant un accès aux matières premières, en répondant aux modifications de coût de la main d'oeuvre, aux différentiels fiscaux et de coût du capital ...

En conclusion, les actionnaires professionnels de référence, capables de canaliser l'épargne vers le long terme, peuvent jouer sur les registres de la stabilité et de la fluidité. Ils détiennent un autre atout par rapport à l'actionnariat populaire : une capacité d'information étendue, voire un accès direct aux informations, ce qui leur permet d'apprécier en connaissance de cause le bien fondé d'une politique industrielle.

Synergie d'information et logique commune pour les actionnaires de référence et les créanciers de long terme

Notre réflexion sur l'actionnaire de référence nous amène à notre thèse :

- il faut aller au-delà de la distinction juridique entre capital à risque et fonds de tiers. La spécialisation des intermédiaires financiers selon cette segmentation juridique traditionnelle compromet, dans nombre de cas, la capacité de réponse du marché des capitaux vis-à-vis des besoins de développement industriel ;

- la gestion des capitaux permanents procède, au niveau des marchés financiers, d'une problématique globale (fonds de tiers de type long et fonds propres).

Avant même de développer cette thèse, précisons d'emblée que la distinction juridique entre capitaux propres et fonds de tiers n'est pas à mettre en cause.

Nous soutenons l'idée que c'est la distinction *économique* entre fonds propres et fonds de tiers qui est abusive. Le point de départ de la démarche est la constatation que le fait de passer des contrats de manière récurrente entre l'emprunteur et son banquier implique un partage de risque⁷.

Il implique aussi un transfert d'informations que l'emprunteur ne voudrait pas divulguer aux autres créanciers (détenteurs de commercial paper, d'obligations...). Les banquiers peuvent dès lors, grâce à leur accès privilégié à l'information sur les entreprises, exercer un meilleur choix de leurs débiteurs et un meilleur contrôle des performances de leurs firmes clientes (meilleur monitoring). Ils peuvent même exercer ce que les théoriciens de l'organisation industrielle appellent un «droit résiduel de contrôle» («implicit corporate governance») ⁸. Le droit résiduel de contrôle vient du fait que les prêts bancaires sont sujets à renégociation dans le temps (contrairement aux simples contrats de dette) : les banques peuvent exercer un contrôle sur les activités de l'entreprise à l'occasion de ces renégociations.

Certes, même une banque universelle allemande ne peut pas toujours éviter de mauvais risques, comme en atteste la faillite du promoteur immobilier Jürgen Schneider (dont le banquier était la Deutsche Bank). Mais de façon générale, nos observations empiriques montrent la plus grande efficacité des banques universelles en matière de monitoring : dans un échantillon de 88 grandes banques de 18 pays de l'OCDE, pour

7. Ainsi, dans la débâcle de Metallgesellschaft, les banques ont dû intervenir pour renflouer l'entreprise alors que les détenteurs de commercial paper n'ont pas dû participer à la restructuration financière et ils ont vu leurs créances honorées à temps.

8. J. Bisignano, 1991.

la période 1985-90, les banques universelles de l'échantillon ont moins de provisions et de pertes pour prêts non performants que les autres banques. Et la variance (dans le temps) de la rentabilité est aussi beaucoup plus faible.

Au terme de toutes ces considérations, il apparaît que *le prêt bancaire est devenu une situation hybride entre un simple contrat de dette et une participation au capital*. Evidemment, cette situation hybride entre pur contrat de dette et participation au capital, s'applique aussi à certains titres (par exemple, un emprunt subordonné). Même aux USA (paradigme de système financier M, basé sur le marché), des innovations et la restructuration financière des entreprises (LBO...) ont amené le niveau d'endettement des firmes, proche du niveau européen.

Toutefois, une fraction importante de l'endettement des entreprises US est en titres négociables sur le marché tandis qu'il s'agit principalement d'une dette bancaire en Europe, en particulier dans les pays basés sur la banque universelle : le tableau 3 illustre cette observation en comparant la structure financière d'entreprises (non-financières) de deux pays basés sur le marché à celle de deux pays basés sur la banque universelle.

Tableau 3 :
Endettement des entreprises non-financières (1989)

218

	USA	G.B.	RFA	Espagne
Dette total / (dette + fonds propres)	44,96	55,68	60,20	56,25
Emprunts bancaires / (dette + fonds propres)	8,95	13,79	31,10	21,99
Emprunts bancaires / Dette totale	19,91	24,77	51,20	39,08

Sources : OECD et Bundesbank

Ces chiffres mettent en lumière, croyons-nous, l'avantage d'une structure du type «banque relationnelle» : les prêts des Banques universelles constitueraient un levier dans le soutien financier des stratégies de leurs clients industriels.

Développements sur le thème de la structuration de l'actionnariat professionnel : initiative et effets d'entraînement

L'actionnariat professionnel

A défaut de pouvoir assurer en permanence un couplage efficace entre les marchés financiers et les besoins industriels, la voie qui semble se dessiner est bien celle de la mise en place d'un «actionnariat professionnel», parallèlement ou en complément à ce qu'on appelle en France l'«actionnariat populaire», par nature instable et atomisé.

C'est à l'actionnaire de référence qu'il revient de fixer les objectifs et la politique de soutien financier. A ce pouvoir d'initiative, peut s'ajouter, en outre, un effet d'entraînement : l'appui accordé par l'actionnaire de référence à la stratégie d'une entreprise peut entraîner les apports de fonds de petits épargnants et investisseurs institutionnels (fonds de pension).

Dans un contexte caractérisé par l'information incomplète et asymétrique et qui rendrait caduque l'hypothèse d'un monde walrassien, les banques mixtes, holdings et fonds d'investissement, renforceraient dès lors, en partie du moins, cette politique alternative qui définit une conception plus étendue de la responsabilisation de l'actionnariat.

Ces considérations de politique industrielle en faveur d'actionnaires de référence s'appuient aussi sur des recherches d'économie industrielle relatives à la question suivante : quelles sont les performances comparées des économies selon que les entreprises ont un actionnariat dispersé (c'est l'entreprise dite managériale, dont les dirigeants sont autonomes) ou un actionnariat composé d'investisseurs professionnels contrôlant la gestion de l'entreprise ? Une revue de ces recherches permet de conclure au rôle globalement positif de l'actionnariat professionnel (R. Caves, 1989 ; Ch. Saint-Etienne, op. cit. ; Ph. Buchet et Ch. Huveneers, op. cit.).

Mais qu'en est-il exactement des modalités d'interaction entre ces divers acteurs et les marchés financiers ?

Structuration des marchés financiers

Les banques mixtes, tout d'abord, ne sont présentes que sur certains marchés tandis que leur présence locale s'accorde, à des degrés divers, avec le concept de banque universelle (Allemagne, Autriche, Suisse, Espagne). Ce constat s'explique en partie par le fait que les dispositions réglementaires en vigueur sur certains marchés, ont été longtemps prohibitives en ce qui concerne la détention des capitaux à risque par les banques.

La deuxième Directive Bancaire européenne autorise dorénavant cette détention d'actions par les banques, en la soumettant certes à des limitations. Le secteur bancaire rencontre dès lors le problème de la synergie des capacités d'analyse et de contrôle. Cette synergie est faible pour les banques de dépôts qui disposent de collectes d'épargne efficaces.

Elle est en revanche beaucoup plus importante pour les banques d'affaires qui, à l'inverse, restent mal positionnées sur le plan de la collecte de l'épargne auprès des ménages (ex. : Morgan, Continental Bank, etc.). Par ailleurs, les banques d'affaires se distinguent encore par l'orientation de leurs activités de base (activités de commerce et trésorerie internationales, financement à long terme, fusions et acquisitions, etc.). A ce titre, elles offrent des potentiels de synergie variables avec les activités de «mobilierisation».

Quant aux holdings, observons que leur «part de marché» n'était pas dominante au cours des deux dernières décennies⁹. Une évaluation précise est cependant difficile dans la mesure où les groupes de contrôle ou de développement comportent de nombreuses liaisons financières, directes ou réciproques, comme des participations en cascade et croisées¹⁰. Au plan structurel, les holdings traditionnels sont handicapés par l'absence de cash flow d'exploitation et, sensu stricto du moins¹¹, par la faiblesse du taux d'endettement. Ils souffrent en outre de structures de gestion légères en raison des aléas qui grèvent leur mode de rentabilisation - dividendes - ainsi que, parfois, des contraintes fiscales pénalisantes.

Les fonds d'investissement, et notamment ceux qui ont adopté un profil financier pur, restent enfin influencés quant à eux par les objectifs de liquidité et les contraintes de gestion des risques. Ce profil les rend donc peu ouverts au suivi des activités industrielles (*cf. infra*).

Politiques de groupe

Aussi, dans ce contexte précis, l'intérêt semble-t-il désormais concentré sur les modalités de répartition et de couplage entre le financement par fonds de tiers d'une part, et par capitaux propres d'autre part. L'épargne se répartit certes au bénéfice de ces deux catégories. Mais la difficulté opérationnelle ne découle-t-elle pas de la nécessité de combiner l'exigible, à court ou à long terme, généré par l'activité bancaire d'une part, et ce que nous appellerons le «non-exigible semi-permanent»¹² recyclé par les marchés boursiers d'autre part ?

9. Même en Belgique, comme en attestent les chiffres calculés par Ph. Buchet et Ch. Huveneers, *op. cit.*, p. 20, note 26.

10. Répétons que nous excluons de la sphère de définition des holdings les «écluses fiscales» du type «centres de coordination» et «sociétés de portage».

11. Cette observation concerne la structure financière non consolidée (abstraction faite du levier financier externe), soit la part du capital de la filiale qui doit être détenue par la société mère si celle-ci souhaite préserver l'indépendance de son contrôle.

12. Non exigible car il s'agit ici de fonds propres, semi-permanents car ces derniers sont négociables à très court terme et, partant, sont souvent caractérisés par des taux de rotation élevés.

La solution globale est probablement celle du recours à la banque mixte, voire à la Banque universelle si l'on envisage l'intégration globale des services financiers (cf. annexe).

La solution souple relève en revanche d'un concept de politique de groupe. La combinaison du holding et de l'activité bancaire est une configuration classique qu'il convient de valoriser au mieux. Mais à cet égard, deux conditions préalables doivent être satisfaites pour garantir un projet de collaboration cohérent :

- l'orientation résolument industrielle du holding. Ce profil requiert en particulier l'absence de diversification abusive, la concentration des participations sur un nombre restreint de domaines d'activité¹³, le développement de schémas financiers garantissant une efficacité minimale (absence de participations en cascades, de participations croisées, d'intérêts minoritaires), ou encore le développement d'une politique de partenariat stable et volontariste plutôt qu'une recherche systématique de bénéfices à caractère essentiellement spéculatif¹⁴ ;

- l'adéquation des ressources bancaires. Cette dernière suppose a priori que la banque dispose de la capacité de canaliser avec efficacité les flux financiers, que ceux-ci soient générés directement par l'épargne des ménages ou par voie de dépôts interbancaires, en prolongement des prises de participation financière. L'accent est alors mis non seulement sur les capitaux permanents mais également sur les ressources en matière d'ingénierie financière.

221

Au demeurant, si les conditions préalables sont satisfaites on peut considérer que le potentiel de synergie se développe à trois niveaux distincts :

- l'accès privilégié aux informations stratégiques des entreprises et des secteurs industriels concernés par tous les intervenants externes à l'entreprise, qui prennent part à la mise en place du financement permanent (cf. première partie) ;

- la valorisation du levier financier global dans le cadre d'une politique de groupe intégrée (banque mixte dans le premier cas, holding et banque associée dans le second) ;

- la capacité financière, c'est-à-dire la faculté de compléter le financement permanent par un important volant de trésorerie pour monter une opération avec le maximum d'indépendance et d'autonomie¹⁵.

13. Comme par exemple les groupes Nestlé et BSN, dans le domaine de l'industrie alimentaire.

14. Exemple : Hanson Trust.

15. Ce cas de figure a été rencontré lors du montage organisé par la Société Générale de Belgique pour se défendre contre l'OPA lancée par CERLIS, dans le cadre du financement de l'augmentation de capital portée par SODECOM, avec le concours de la Générale de Banque.

Objectifs et métiers

Les synergies qui sont susceptibles d'apparaître lors de la mise en commun d'activités complémentaires, telles qu'elles découlent naturellement de la décompartementalisation des marchés financiers, trouvent cependant leurs limites si l'on considère les métiers de base et la vocation de l'entreprise.

En simplifiant à l'extrême, on obtient une définition heuristique de ces métiers de base en essayant d'en exprimer le contenu sous forme de «fonctions-objectifs». En d'autres termes, que faut-il maximiser (minimiser) dans chaque type d'activité envisagé et quelles sont la(les) contrainte(s) principale(s) qui les caractérisent ? Sur cette base les profils caractéristiques des différents intermédiaires financiers sont :

- banques : gérer la rentabilité sous contrainte de risque ?
- compagnies d'assurance : gérer les risques sous contrainte de rentabilité ?
- holdings : promouvoir une politique industrielle sous contrainte :
 - de rentabilité (groupes de développement) ?
 - de risque (groupes patrimoniaux) ?
- fonds de capitalisation, tels que SICAV, fonds de pension, etc. : gérer l'épargne sous contrainte de liquidité ?

222

Si la synergie potentielle semble établie pour ce qui concerne les banques et les holdings industriels, celle-ci est moins évidente pour les banques d'une part, et les compagnies d'assurances, fonds de capitalisation ou holdings patrimoniaux d'autre part. Du moins en matière d'intermédiation d'épargne à des fins de développement économique¹⁶. En outre, les contraintes de rentabilité et de liquidité qui pèsent respectivement sur les compagnies d'assurance et les fonds de capitalisation, ne permettent pas à ces investisseurs institutionnels d'assumer des participations permanentes de contrôle (*cf. supra*, première partie et deuxième partie).

Conclusion

L'économie financière et l'économie réelle ne convergent pas nécessairement en termes d'objectifs. La première recherche le plus souvent le profit immédiat, l'absence de risques et la liquidité¹⁷. En revanche, la seconde est caractérisée par l'immobilité, l'irréversibilité (donc le ris-

16. Nous n'envisageons ici le rapprochement des activités concernées que sur base de la problématique d'investissement à long terme, c'est-à-dire hormis les synergies qui naissent par exemple des activités commerciales (banque, assurance, fonds d'investissement) ou de valorisation d'économies d'échelle en matière de gestion de trésorerie (banque, assurance).

17. «Pas d'affectio societatis chez la veuve de Carpentras» comme le rappelle J. Peyrelevade pour décrire le comportement de l'actionariat populaire.

que) et les résultats différés comme le rappelle J. Peyrelevade. Ce constat explique probablement déjà pourquoi des marchés financiers profonds et sophistiqués ne semblent guère contribuer au soutien de politiques industrielles. De plus, ils sanctionnent l'absence de compétitivité souvent plus rapidement qu'ils ne fournissent les ressources nécessaires à la mise en oeuvre de programmes de reconversion cohérents. Autre confirmation expérimentale que celle de la dissociation flagrante, à long terme, entre l'économie financière et l'économie réelle (q de Tobin).

Dans ce contexte, l'actionnaire de référence s'impose désormais comme le lien privilégié entre d'une part, le marché, constitué d'intervenants atomisés, aux attentes essentiellement spéculatives, et d'autre part, les investisseurs industriels. Il apparaîtra cependant moins comme la béquille financière d'une société déterminée que comme le champ de force qui oriente, soutient ou stimule la même entreprise, son secteur ou sa branche d'activité, dans le maintien des objectifs de développement, voire comme celui qui in fine suscite par effet d'entraînement le regroupement des «petits porteurs» autour du projet industriel.

La désintermédiation financière est le mouvement qui s'accompagne du décloisonnement des activités correspondantes. Mais les vrais facteurs de compétitivité doivent exploiter les synergies qui découlent de la combinaison des divers métiers de base. Sous cet angle, l'objectif de promouvoir une politique industrielle sous contrainte de rentabilité (groupes de développement) ne s'accorde-t-il pas mieux avec la politique qui consiste à gérer la rentabilité sous contrainte de risque (banques) qu'avec celle qui viserait, par exemple, à gérer l'épargne sous contrainte de liquidité (fonds de capitalisation)¹⁸.

Une politique d'investissement à long terme se fonde sur une compréhension fine des besoins industriels et, à cet égard, la synergie est évidente entre la décision qui consiste à souscrire à une augmentation de capital ou à libérer un emprunt à long terme. Le coeur de cette synergie est le partage des informations stratégiques de l'entreprise. Il est déjà justifiable du développement des banques mixtes, lesquelles réalisent l'intégration directe des divers produits destinés au financement permanent. Il s'applique encore dans le cas de la formule «fragmentée» du holding associé à une banque d'affaire.

18. Dans le même ordre d'idées, on peut s'interroger *mutatis mutandis* sur l'opportunité d'accorder l'objectif de gérer la rentabilité sous contrainte de risque, soit le schéma de référence du secteur bancaire, avec l'activité de base des compagnies d'assurance, laquelle poursuit une approche inverse.

ANNEXE

Quelques définitions sur les banques mixtes et les banques universelles

Les banques universelles sont définies (par opposition aux banques spécialisées) comme les banques offrant une gamme étendue d'activités; elles peuvent remplir, dans les pays où elles se sont développées, certaines fonctions dévolues ailleurs au marché des titres.

Le terme «banques universelles» comprend quatre types d'institutions bancaires :

- les banques mixtes, c'est-à-dire le type allemand de banques universelles, qui se caractérisent par la détention de participations suffisamment importantes dans des entreprises industrielles (non financières) conférant un pouvoir de contrôle en tant qu'actionnaire. Les activités bancaires et la détention de participations industrielles permanentes sont exercées au sein d'une banque *intégrée*. Les banques mixtes sont présentes en Allemagne, Autriche, Suisse et Espagne (pour une description précise de la structure des banques mixtes, voir Steinherr et Huveneers, 1989, en particulier p. 5) ;

- la version britannique des banques universelles où les différentes filiales d'une banque sont gérées de manière distincte et sont séparées par des «Chinese walls». Par exemple, les cinq plus grandes banques commerciales finlandaises peuvent rentrer dans cette catégorie à la faveur de prises de contrôle de banques d'investissement à la fin des années 80 ;

- les holdings bancaires américains, qui peuvent posséder une banque (mais une banque américaine ne peut pas posséder et contrôler des entreprises non-financières) ;

- les conglomérats bancaires japonais (par exemple, la Mitsubishi Bank qui est au centre du Mitsubishi Group, la Fuji Bank et le Mitsui Kinyo keiretsu, la Sumitomo Bank et le Sumitomo Group...).

La question de l'actionnaire de référence concerne principalement le premier type (banques universelles allemandes) c'est-à-dire les banques mixtes avec leurs participations industrielles et commerciales.

L'importance des actions et participations pour les Banques universelles apparaît dans la comparaison suivante : dans notre échantillon de 88 grandes banques de pays industrialisés et pour la moyenne des années 1985-1990, le montant des actions par rapport aux prêts totaux accordés est 2,33% pour les 31 banques universelles et 0,64% pour les 57 autres banques (différence statistiquement significative au niveau 0,975).

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- ACKX, R. (1991), «Het Risicokapitaal in de financiële vermogensvorming», *Contribution pour le Cercle Economique de la Fondation Roi Baudouin*, Bruxelles, 26 juin.
- ALBERT, M. (1991), «Capitalisme contre Capitalisme», Le Seuil, Paris.
- AMABLE, B. et JB. CHATELAIN (1995), «Systèmes financiers et croissance : les effets du «court-termisme», *Revue Economique*, n° 3, 1995.
- BISIGNANO, J.R. (1991), «Corporate Control and Financial Information», in R. O'Brien, *Finance and The International Economy : The Amex Bank Review Prize Essays*, 5, Oxford University Press, pp. 106-121.
- BUCHET, PH. (1986), «Segmentation stratégique et politiques de développement - Application au cas d'un groupe de contrôle», note de travail inédite, avril.
- BUCHET, PH. et CH. HUVENEERS (1994), «Recyclage de l'épargne, développement industriel et modèle allemand de la banque universelle : vers une application en France et en Belgique?», *Bulletin de l'IRES* n° 173, UCL, Louvain-la-Neuve.
- GILLET, R. (1991), «L'efficacité informationnelle du marché boursier : aspects théoriques et empiriques», Université Catholique de Louvain, Faculté des Sciences Economiques, Sociales et Politiques, Nouvelle série - N° 201, Louvain-la-Neuve.
- HUVENEERS, CH. (1981), «Dimension des entreprises, structures industrielles et croissance des régions belges», *Reflets et Perspectives de la vie économique*, Tome XX-1981-6, pp. 433-441.
- HUVENEERS, CH. (1982), «La promotion du capital à risque : Mesures efficaces de relance économique ?», *Reflets et Perspectives de la vie économique*, Tome XXI - 1982 - 5/6, pp. 355-363.
- HUVENEERS, CH. (1988), «Analyse critique des rapports entre le droit et l'économie», Notes de cours inédites, U.C.L., Louvain-la-Neuve.
- HUVENEERS, CH. (1989), «Un diagnostic de la situation» dans *Stratégies d'entreprises et nouveaux développements sur les marchés financiers*, gestion 2000, n° 2, avril-mai, pp. 131-135.
- HUVENEERS, CH. (1992), «Développements internationaux sur les marchés financiers et la modernisation des marchés financiers belges», texte d'une conférence pour le Secrétariat Permanent au Recrutement, Bruxelles, mars 1992.
- HUVENEERS, CH. et A. STEINHERR (1993), «Economie industrielle des institutions bancaires», *Revue d'Economie Financière*, Numéro spécial «L'industrie bancaire», N° 27.
- PEETERS P., BUCHET PH. et F. DENIE (1987), *Les bourses des actions, les marchés monétaires et financiers et la richesse des nations*, document de travail inédit, mars.
- PEYRELEVADE, J. (1993), «Pour un capitalisme intelligent», Grasset, Paris.
- SAINT-ETIENNE, CH. (1993), «L'Europe contre le capitalisme», Armand Colin, Paris.
- SAMYN, G. (1994), «Sicav et capital à risque», *La Libre Entreprise*, 22 janvier.
- STEINHERR, A. et CH. HUVENEERS (1989), «Universal Banks : The Prototype of Successful Banks in the Integrated European Market? A view inspired by German experience», *Ceps Research Report* N° 2, décembre, Bruxelles.

- STEINHERR, A. et CH. HUVERNEERS (1992), «On the Performance of Differently Regulated Financial Institutions : Some Empirical Evidence», *Ceps Research Report* N° 12, décembre, Bruxelles.
- STEINHERR, A. et CH. HUVERNEERS (1992b), «Universal Banking in the integrated European marketplace», in A. Steinherr (éd.), *The New European Financial Market Place*, Longman, Londres-New York.
- TOBIN, J. (1984), «On the efficiency of the financial systems», *Lloyds Bank Review*.