

RB

BANQUE STRATÉGIE

n°267 • février 2009
ISSN 0762-4077 • mensuel • 59 €

CAHIER DE PROSPECTIVE BANCAIRE & FINANCIÈRE

www.revue-banque.fr

DOSSIER

CRISE ET FINANCE DURABLE

- 4 Crise financière et crise écologique : des sœurs siamoises ?
Éloi Laurent, OFCE
- 7 Les conditions d'émergence d'une finance durable
Vincent Jacob, Crystal Consulting, et Stéphan Alamowitch, avocat à la Cour
- 10 La finance durable, un remède à la crise actuelle ?
Arnaud de Bresson, Paris Europlace
- 14 En quoi le développement durable permet-il de réguler la finance ?
Patrice Hernu, Insee, et Yann Emilian, Affinion International
- 17 Panorama des instruments de la finance durable
Anne-Catherine Husson-Traore, Novethic
- 20 Les entreprises doivent assumer leur responsabilité sociale
Nicole Notat, Vigéo

VEILLE STRATÉGIQUE

- 23 La crise offre des occasions de refondre la supervision financière
Dominique Lacoue-Labarthe, Université Montesquieu-Bordeaux IV
- 33 Afrique du Sud et Nigéria : ces deux moteurs africains vont-ils s'enrayer avec la crise ?
Gilles Dufrenot, Université Aix-Marseille, et El Hadji Abdou Sakho, UEMOA

EN BREF

- 38 La vie des affaires

LES CONDITIONS D'ÉMERGENCE D'UNE FINANCE DURABLE



VINCENT JACOB
Associé-gérant
Crystal
Consulting
Ancien banquier
d'affaires

La crise actuelle souligne que le défi auquel il faut faire face aujourd'hui est celui de réinventer un capitalisme financier en fonction de son utilité économique, environnementale et sociale.

Sans revenir dans le détail sur le diagnostic de la crise et son processus de diffusion à l'ensemble de l'économie mondiale, la situation impose une mutation en profondeur des pratiques de tous les acteurs de l'économie à commencer par les acteurs financiers.

Un nouveau contexte

Le nouveau contexte auquel nous sommes confrontés est marqué par trois phénomènes lourds de conséquences.

En premier lieu, nous réalisons que le dogme de la course exclusive après l'accroissement de la valeur actionnariale est contestable en soi, et n'est de plus pas le garant de la stabilité du système ni de cette valeur dans la durée. L'inflexion récente du discours de plusieurs dirigeants d'entreprise est notable à cet égard¹. Elle questionne à juste titre l'équilibre dans le partage de la valeur entre le capital et le travail. Cette inflexion met également en avant l'impératif de conciliation de la valeur pour l'actionnaire et de la valeur pour la collectivité dans son ensemble qui

conditionne la *licence to operate* et le devenir même de l'entreprise.

En second lieu, le mythe de l'auto-régulation et de la discipline spontanée des marchés, en particulier les OTC performants par essence, a vécu et impose de redéfinir un cadre d'ensemble. Comme le montre André Orléan, directeur d'étude à l'EHESS, la finance auto-référentielle – où le conformisme et le mimétisme jouent un rôle critique – semble la plus à même aujourd'hui d'expliquer les évolutions constatées sur les marchés financiers, par comparaison avec l'approche de la finance efficiente ou celle de la finance comportementale.

Enfin, la crise de confiance ne se limite pas aux rapports entre établissements financiers, mais renvoie à la relation de ces établissements avec la société dans son ensemble. Il est vrai que l'accumulation des signaux, révélateurs ou circonstanciels, dans la période récente² n'ont pas amélioré l'image du secteur dans l'opinion. Ils prouvent qu'existe un risque

“réputationnel” et le besoin d'une relégitimation des acteurs financiers dans leur fonction et leurs pratiques au quotidien.

La portée du concept de finance durable

La notion de finance durable recouvre deux dimensions :

– celle de la pérennité des acteurs même de la finance, et la réglementation du secteur avec ses normes prudentielles est là pour y veiller ;

– celle de l'impact économique, social, environnemental de ce que la sphère financière est amenée à financer, pour laquelle nous nous en tenons à ce jour à des pratiques volontaires³.

La crise financière invite à revisiter ces deux dimensions de manière concomitante si l'on ne veut pas perdre de vue l'enjeu crucial du modèle de développement dans lequel nous voulons nous inscrire.

Le renforcement des normes prudentielles et l'adaptation des règles comptables pour limiter leur effet

2. Sicav monétaires dynamiques, pertes de la Société Générale dans sa gestion pour compte propre, pertes des Caisses d'Épargne avec défaillance patente du système de stop loss, crédits par trop complexes aux collectivités locales, exposition à l'escroquerie Madoff d'établissements de renom.

1. Cf. Franck Riboud et Emmanuel Faber – Danone, lors de la présentation de la chaire “Social business/ entreprise et pauvreté”.

3. À ce titre, on peut citer les Principes d'Équateur en matière de financement de projet et l'investissement socialement responsable et solidaire en matière de gestion d'actifs, en faveur desquels l'engagement demeure encore très variable.

procyclique sont sans nul doute à prévoir et le chantier avec les harmonisations qui s'imposent est largement entamé conformément aux orientations arrêtées par le G 20 de novembre 2008, avec le rendez-vous d'avril 2009 en point de mire. L'adaptation de ces normes prudentielles ne devra cependant pas omettre de tout faire pour favoriser un financement long de l'économie réelle, ce qui n'est pas acquis si l'on s'en tient à la stricte lecture des normes Solvabilité 2 et Bâle II. Il s'agit là d'un point critique si l'on veut mobiliser efficacement les financiers, banquiers comme assureurs, à travers leur activité de gestion d'actifs. C'est aussi un élément déterminant si l'on entend promouvoir une finance durable dont les bénéfices attendus privilégient le moyen et long terme. Mieux prendre en compte la durée de détention des actifs dans leur valorisation pour des établissements dont le passif est à long terme est une orientation à considérer. Des exigences en fonds propres variables en fonction de la conjoncture économique ou des ratios de fonds propres progressifs en fonction de la taille de l'établissement et de son impact systémique sont aussi des voies à explorer.

Instaurer un droit de regard qualitatif

Agir simultanément sur la seconde dimension suppose de coupler le contrôle prudentiel avec l'examen qualitatif de ce que font concrètement les acteurs financiers. Cela peut induire le cas échéant des mécanismes incitatifs favorisant ce qui va dans le sens de l'intérêt collectif, et des mécanismes dissuasifs pénalisant ce qui peut s'en éloigner, en agissant par exemple sur le coût du capital correspondant par le biais des réserves obligatoires requises.

Ce droit de regard de la société sur le fonctionnement et les orientations stratégiques des acteurs financiers est-il légitime ? Sans hésitation, dès lors que l'on considère le financement de l'économie comme un bien public et la protection des établissements dont la taille induit un risque systémique et de leurs contreparties comme un impératif pour les pouvoirs

publics. En la matière, on peut s'interroger sur le caractère suffisant de l'approche graduée consistant dans un engagement de bonnes pratiques, une transparence sur les activités et les comptes, et la réglementation des prises de risques.

Cette convergence d'intérêts visée entre les établissements financiers et l'intérêt collectif ne peut reposer sur la nationalisation complète ou partielle du système bancaire. Car même si celle-ci s'imposait *in fine* du fait de la défiance entre les établissements qui paralyserait la reprise souhaitée des crédits (cf. cas irlandais) ou du fait d'un affaiblissement intenable des fonds propres des banques (cf. cas britannique), elle ne serait probablement que transitoire. Elle ne dispenserait pas cependant les États d'affiner les objectifs économiques, sociaux et environnementaux qu'ils entendent promouvoir à travers l'actionnariat public.

Trois pistes pour progresser

■ Reconsidérer en profondeur la notion de responsabilité fiduciaire

Cette responsabilité qui excède le champ des responsabilités classiques reconnues par les règles de droit positif concerne les investisseurs institutionnels, d'une part, à l'égard de leurs mandants et de leurs ayant-droits, et les établissements financiers, d'autre part, à l'égard des agents économiques qui leur confient leur épargne, mais également de leurs actionnaires.

Pour les investisseurs institutionnels, cela passe avant tout par des choix d'investissements assumés en toute transparence, la prise en compte de l'ensemble des données financières et extra-financières susceptibles de conforter le caractère avisé des investissements ainsi que l'a montré l'étude réalisée par Freshfields⁴. Cela suppose une meilleure intégration des risques environnementaux, sociaux et de gouvernance dans les décisions d'investissement et surtout la recherche de rendements

soutenables sur la durée. Beaucoup reste à faire en matière d'évaluation externe et de transparence sur ces risques, mais il s'agit là indubitablement d'une voie à creuser et la recherche produite par les brokers dans le cadre de la Enhanced Analytical Initiative (EAI) apporte un éclairage utile sur ces questions. Le même souci de sécurité financière est de la responsabilité des établissements de crédit à l'égard de ceux qui leur confient leur épargne. Sans prétendre à une élimination du risque, elle plaide pour sa pleine intégration dans toutes ses dimensions, et une exposition en fonction des attentes d'un client bien informé sur la pluralité de ceux-ci. Les démarches de code de transparence des fonds s'inscrivent dans cette perspective. Les autorités de régulation des marchés ont ici un travail de "contrôle en conformité" à renforcer.

Envers leurs actionnaires, l'adéquation des établissements à leur objet social relève de cette responsabilité fiduciaire en offrant ni plus ni moins que des rendements pérennes en ligne avec cet objet social. Les défaillances à cet égard ont été multiples dans la période récente. Plus largement, les pertes de valeurs considérables constatées depuis un an sur les marchés financiers mettent en cause la responsabilité fiduciaire des intermédiaires financiers et des entreprises vis-à-vis de leurs actionnaires. L'attente légitime de la préservation et de la valorisation de leur épargne sur la durée a été durement déçue pour tous les investisseurs, ce qui risque d'induire une défiance préjudiciable pour les marchés actions. Par la mutation tangible de leurs pratiques, il incombe donc aux entreprises, aux investisseurs et aux intermédiaires financiers de démontrer qu'ils agissent pour prévenir l'occurrence de telle crise systémique, en se démarquant d'un court-termisme préjudiciable.

■ Garantir le respect d'une déontologie et d'une éthique dans les trois métiers : marché de capitaux, crédit, fusions et acquisitions

C'est l'une des conditions d'un rétablissement de la confiance dans ces institutions et de la relégiti-

4. Étude Freshfields Bruckhaus Deringer, commandée par l'Initiative financière du programme des Nations unies pour l'environnement, janvier 2006.

mation de leur action. La gestion des conflits d'intérêts, le mode de rémunération des dirigeants, mais aussi des différents intervenants (*traders*, gérants de fonds, associés de *corporate finance* et de *private equity*, commerciaux...) sont concernés. La réglementation et la jurisprudence gagneraient à être plus strictes en matière de clauses d'exonération de responsabilité et de "non reliance", et à invalider davantage de stipulations que ne le font les tribunaux aujourd'hui, comme au Royaume-Uni et en France par exemple. L'autonomie de la volonté et la liberté contractuelle masquent souvent l'asymétrie de l'information.

L'éthique ne va pas sans responsabilité et celle-ci doit pouvoir être engagée à titre individuel en cas de manquements. Le précédent du remboursement par ses successeurs du parachute doré indûment accordé à l'ancien dirigeant de Rhodia souligne la manière dont cette responsabilité peut être étendue à travers le temps. L'éthique suppose également une position assumée en matière de gouvernance de ces établissements, au regard du blanchiment, de la corruption, de l'évasion fiscale et des espaces propices à ces pratiques néfastes. L'approche en termes de déontologie et d'éthique ne doit pas être purement disciplinaire: la déontologie peut aussi prendre la forme de règles internes, déclinant en fonction de l'histoire et des buts de chaque établissement, les principes qu'il se fixe en vue d'accomplir son objet.

■ Redéfinir un pacte d'objectifs et de services incluant des critères de durabilité

Ce pacte aurait vocation à lier tous les acteurs au sein de la sphère financière "collective" protégée par la garantie des États. La fonction première de cet ensemble serait de répondre aux besoins considérables de financement de l'économie réelle⁵

5. Financement des PME, accès au logement, financement de la mobilité et de la construction durable, ou des réponses opportunes que la finance peut apporter aux défis de notre temps: climat, alimentation, démographie, développement durable des économies émergentes.

dans une perspective de durabilité. Cela sous-tend des objectifs soutenables en termes de rendements escomptés, mais aussi de conditions de crédit pour les entreprises. Le financement de "l'économie verte" n'est-elle pas présentée, dans cet ordre d'idée, comme recelant le plus fort potentiel de créations d'emplois et de croissance pour tirer nos économies du contexte dépressif?

Cela peut fort bien passer par une "désophistication" salutaire de la finance. L'encouragement par le biais des exigences en fonds propres de la détention et de l'échange en Bourse de produits plus standardisés et lisibles en termes de risques, comme le suggère Jean Tirole, directeur scientifique de l'IDEL, devra en tout état de cause intervenir. Il ne s'agit pas de remettre en cause le modèle de banque universelle, mais d'accélérer une mutation des pratiques dans une sphère où la grande majorité des clients (entreprises et personnes physiques), des investisseurs institutionnels, des actionnaires, des personnels des établissements financiers et des autorités de régulation peuvent avoir un intérêt objectif à long terme à se rejoindre sur des produits plus durables, offrant des rendements soutenables. En s'astreignant de manière systématique à l'évaluation de l'impact économique, social et environnemental de l'ensemble de leurs produits, les banques gagneraient en lisibilité et reconnaissance. La représentation des salariés dans les conseils d'administration, de même que leur ouverture à des acteurs sociaux à même d'apporter un regard pertinent et constructif sur l'activité des banques et leurs impacts sociétaux, peuvent agir aussi dans ce sens. Il pourrait bien apparaître que laisser en tête-à-tête les actionnaires et les dirigeants sans tiers relevant d'une autre logique est une erreur fatale.

La mise en œuvre effective des Principes for Responsible Investment (PRI), définis par l'ONU, sur lesquels investisseurs et gestionnaires d'actifs sont susceptibles de se rejoindre, illustre un socle possi-

ble de convergence. La disparition des banques d'investissements en tant que telles (cf. Morgan Stanley et Goldman Sachs) favorise cette éventuelle recomposition, de même que le recentrage de certains acteurs sur leur métier de base (cf. vente de Smith Barney par Citigroup).

Toutefois la liberté de l'investisseur individuel d'agir à ses risques et périls dans une logique purement spéculative auprès d'établissements ne bénéficiant pas de la garantie de l'État resterait entière. Le défi est celui de contingenter autant que possible la pure spéculation par rapport au besoin d'assurer la liquidité de certains marchés utiles au développement de l'économie réelle. Il appartient au contrôle macroprudentiel, couplé au contrôle individuel des établissements de crédit, de le relever. Mais pour limiter la contagion au sein du système financier, les banques "systémiques" ne devraient plus alimenter en liquidité, y compris par le biais de leurs fonds propres, de telles pratiques, d'où l'importance d'un suivi qualitatif par les superviseurs et la nécessité de circonscrire dans une juste mesure l'innovation financière.

On peut bien sûr espérer que toutes les leçons de la période actuelle seront tirées. Qu'ainsi les acteurs financiers comprennent que la conception, la finalité, la commercialisation de leurs produits méritent d'être repensées (du fonds monétaire au fonds immobilier en passant par les fonds émergents) en fonction des intérêts en présence, le leur comme celui de leurs clients, mais aussi d'une exigence de "durabilité" imposée par le "carrefour des crises" où nous sommes. Certains le feront d'ailleurs spontanément, prenant de l'avance sur les autres, mais les réticences au changement peuvent coûter un temps qui est désormais compté. De plus, si comme le souligne Spinoza, les puissances de l'affect, propres aux marchés financiers, l'emportent sur la rationalité à laquelle devrait conduire l'objectivation des évolutions en cours, les pouvoirs publics n'auront d'autre choix que de se montrer proactifs et prescriptifs pour accélérer la transition attendue. ■