

2009

Septembre

LES CAHIERS DU
CENTRE

Numéro 7

SOMMAIRE

CAHIERS DU CENTRE

Revue publiée par le Centre des Professions
Financières (CPF)

CPF

20, rue de l'Arcade - 75008 Paris

Tél : 01 44 94 02 55

Fax : 01 44 94 02 62

www.professionsfinancieres.com

contact@professionsfinancieres.com

Comité de rédaction

Arnaud DEPPEN

Marie-Jeanne MAILLOT

Jean-Jacques PERQUEL

Edouard SALUSTRO

Rédacteur en chef

Matthieu CARTERET

Secrétaire de la rédaction

Angela BARBOSA

a.barbosa@professionsfinancieres.com

* *
*

EDITORIAL

Matthieu CARTERET..... page 3

LES MARCHES FINANCIERS

Le point sur la crise économique aux U.S.A.

Jean-Jacques PERQUEL..... page 4

Ya –t-il une justification dans la théorie financière des attributions des stock-options aux dirigeants

Abdoulkarim IDI CHEFFOU page 9

La directive MIF et la dispersion des négociations

Jean Pierre PINATON..... page 16

Les fonds d'investissement et techniques de financement immobilier sharia compliant

Anass PATEL..... page 19

Les fonds souverains, pierres d'angles d'une nouvelle géopolitique de la finance mondiale

Arnaud DEPPEN..... page 30

ACTUALITE ET ECONOMIE

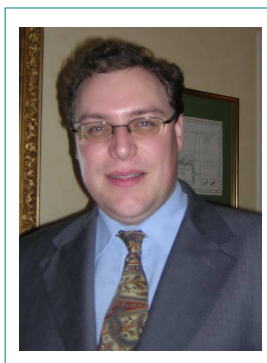
Oui à un grand emprunt...participatif

Anass PATEL..... page 34

Résumé du rapport de la Commission sur la mesure des performances économiques et du progrès social

Jennifer COLMAIRE..... page 37

Bibliographie :



Matthieu CARTERET, **Etudes** : Master 1 Economie financière, Université Paris-1 Panthéon-Sorbonne. Master 2 en Economie monétaire et bancaire, Université Paris-2 Panthéon-Assas. **Activités** : Consultant au Cabinet Audisoft Consultants spécialisé dans le conseil réglementaire et la gestion des risques, l'organisation et le pilotage de projets. Secrétaire général de la revue L'Année des Professions Financières, publication du Centre des Professions Financières. Ancien Secrétaire général et Administrateur du Club des Jeunes Financiers.

Chers lecteurs,

L'image des professions financières a été particulièrement ébranlée suite à la crise. Non pas que l'image des professions financières était particulièrement bonne avant la crise, mais les événements de ces derniers temps ont détruit le travail de plusieurs années. Malheureusement le contexte semble justifier cette mauvaise image, même si toutes les professions financières ne sont pas en cause, elles n'en subissent pas moins des dommages collatéraux. De manière générale, il est extrêmement difficile de contrôler son image. Nos actes et nos interventions font sans cesse l'objet de critiques et de jugements. De plus, son contrôle devient particulièrement difficile quand le sujet se politise...

Outre le problème que cela occasionne, notamment lors de débats publics, il serait pertinent d'étudier l'impact de la dégradation de l'image des professions financières sur leurs activités. Par ailleurs, les professions financières ont trop souvent cherché à répondre aux attaques qui leur étaient faites, plutôt que d'étudier un véritable moyen d'améliorer la perception du public. Il est donc nécessaire d'entamer une réflexion de fond. Le travail sera long et difficile pour rétablir un tant soi peu une image acceptable.

Le Centre, conscient de l'importance de ce sujet et suite à l'enthousiasme rencontré lors de la Convention 2008, organise des groupes de travail qui étudieront, au travers 4 thèmes, les moyens d'améliorer notre image et nos pratiques :

- « Quelle gouvernance pour la normalisation comptable internationale ? », présidé par Edouard SALUSTRO,
- « Evolution de la recherche et de l'enseignement financiers dans le contexte de la crise », présidé par Alain CAZALE et Bruno SAHOK,
- « Régulation, Ethique et Déontologie », présidé par Henri RAYMOND et Régis de LAROULLIERE,
- « Retour du Politique - Retour de l'Etat » « Retour à la réglementation ou poursuite de la déréglementation ? », présidé par Michel PIERMAY et François DELAVENNE.

Pour participer aux groupes de travail inscrivez-vous : contact@professionsfinnacieres.com

Excellente lecture à toutes et à tous,

Matthieu CARTERET

Le point sur la crise économique aux U.S.A

Bibliographie :



Jean-Jacques PERQUEL, Agent de change, **Etudes** : Lycée Janson-de-Sailly et Faculté de droit à Paris. **Diplômes.** : Diplômé de l'Ecole des hautes études commerciales, Diplômé d'études supérieures de sciences économiques et du Centre de perfectionnement dans l'administration des affaires. **Carrière** : Employé de Bourse chez Lackenbacher (1959-70), Agent de change (depuis 1970), Trésorier-archiviste de la Société de statistique de Paris (1970-77), Président de la Société de bourse GPK (1970-90), Vice-président de la société GPK-Finance (depuis 1990), Président de d'Aguesseau conseil (depuis 1993), Vice-président de l'Association française des sociétés de bourse (1988-90). **Œuvres** : Manuel des opérations de bourse (1962), Principal Stock Exchange of the World (1964), Les Marchés financiers (197), les Bourses américaines (1992), le Marché financier anglais (1993), les Bourses d'Europe Centrale (1995). Décor.: Chevalier de la Légion d'honneur, de l'ordre national du Mérite. Membre du Cercle de l'Union Interalliée. Dernier livre : *Le marché Financier Américain*, 2008.

On peut définir la « crise économique », par opposition à la « crise financière », comme étant caractérisée par un sous-emploi d'hommes et de matériel. Quand l'industrie des Etats-Unis travaille à 64 % (contre une moyenne de 85% en période de plein emploi), et qu'elle a un sous-emploi de 9.5% (contre 4% en période d'euphorie) on peut dire que l'Amérique est en crise. Cette situation est essentiellement due à la concurrence des pays du Tiers Monde qui ont peu à peu réussi à développer des industries de niveau comparable à celles de l'Occident mais avec des salaires beaucoup plus faibles et une absence presque totale de sécurité sociale. Bien entendu la crise financière de 2007 a considérablement aggravé la crise. Aussi pour comprendre la situation actuelle, il nous faut analyser l'évolution de la situation économique, les effets prévisibles des mesures envisagées et les solutions réelles

I) Historique des dernières années : la crise économique structurelle.

Pourrait-on définir quand la crise a commencé ? Si l'on prend pour base de départ les années 1950 on s'aperçoit d'une certaine concomitance : la montée de Deng Xiao Ping a été le démarrage de la Chine, la fin de la guerre du Cashmire celle de l'Inde, tandis que la fin de la guerre de Corée assurait le démarrage de la Corée du Sud.

Comme tous les pays occidentaux, les Etats Unis ont subi depuis la fin de la guerre du Viet Nam une lente détérioration de leur industrie, convaincus en outre que le monde occidental devait se spécialiser dans les « services ». Pour ce faire, ayant la seule monnaie vraiment internationale, ils ont accepté un endettement auprès de pays émergents comme les pays du Golfe ou la Chine. (Ceux-ci, obligés de placer leurs fonds en bons du Trésor américains pour s'assurer leurs marchés, pratiquent en fait à l'égard des Etats-Unis un véritable plan Marshall).

Cette lente détérioration de l'industrie et le développement des « services » ont eu pour conséquence une faible amélioration de la productivité jusqu'en 1993 (en moyenne annuelle de 1,5%)

Cela n'a pas empêché l'existence de récessions, dues souvent à des actions extérieures aux U.S.A. Par exemple les deux hausses du prix du pétrole en 1973 et 1978 ont provoqué chaque fois

une forte inflation, les autorités financières l'ont combattue par des hausses de taux provoquant ainsi des récessions plus ou moins fortes. Ainsi le Gouverneur Paul Volcker en montant en 1980 et 1981 le taux court à plus de 20% a cassé la spirale inflationniste, mais en même temps a provoqué une assez forte crise qui a eu pour conséquence en 1985 le krach des « Savings and Loans ». Celui-ci a entraîné la disparition de 185 entreprises financières et coûté au Trésor plus de 150 milliards de \$.

Les krachs boursiers de 1987 et de 1989 ont été spectaculaires mais ont eu un faible impact économique car, déjà à cette époque, les investissements du public et ses spéculations se portaient essentiellement sur l'immobilier. Aussi ces deux chutes boursières n'ont pas provoqué de baisse sensible du Produit National Brut américain.

Le « miracle informatique » des années 93/97 a redonné aux U.S.A. un leadership incontesté pendant quelques années et en tout cas un retour de la confiance car l'informatique entrait parfaitement dans le cadre de la politique de développement des services et permettait des remarquables progrès de productivité (entre 3 et 5% suivant les années). Malheureusement les excès de spéculation, dès 1997 (le gouverneur Alan Greenspan a alors parlé d'« exubérance irrationnelle ») et les escroqueries qui ont débuté à cette époque ont provoqué la récession de 2000/2003.

L'informatique a alors joué un rôle déterminant dans une nouvelle activité : la finance des produits dérivés. Dans le même temps on a conservé des bas taux d'intérêt pour éviter un retour de la crise. Cela a provoqué une intense spéculation immobilière alors que les besoins réels, au prix du marché, étaient saturés dès la fin 2006. Or à la même époque, les banques gênées par leur ratio « Cook » ont découvert qu'il suffisait de titriser leurs « risques » pour s'en débarrasser, tout en encaissant au passage de solides commissions.

Dès le début 2007 la crise financière commence. Le 15 Septembre 2008 elle prend un caractère nouveau par la mise en faillite de la 5^{ème} banque U.S. Lehman Brothers. En effet la remise en cause de la règle « too big to fail » entraîne une perte de confiance envers les banques dans le monde entier. Les entreprises en souffrent. Beaucoup d'entre elles ne peuvent renouveler des crédits qui viennent à échéance. Si elles ne font pas faillite elles « réduisent la voilure » en supprimant leurs investissements réduisant leur personnel, etc, comme si elles étaient frappées d'une sorte d'« anorexie financière ». Elles trouvent ainsi la solution à leur survie. Mais cela a naturellement entraîné une diminution de la demande globale de crédits de la part des entreprises permettant aux banques d'expliquer que si elles ne font pas plus de prêts c'est qu'il n'y a que peu de demandes.

Cette crise de 2007/2009, la plus importante depuis 1930, a été caractérisée par une aggravation du chômage (passant en 2 ans de 4 % à près de 10 %), un nombre croissant de faillites (en particulier de 81 banques secondaires en 2008 et 2009) et un ralentissement des investissements. La F.E.D a évité le pire en sauvant la plupart des grandes banques (à l'exception de Lehman) les 2 G.S.E.s, la première compagnie mondiale d'assurance A.I.G. etc.

Aussi deux questions se posent :

- 1) les mesures que l'on prend pour supprimer les effets de la crise financière actuelle sont-elles suffisantes pour résorber les inconvénients qu'elle a produits ?
- 2) quelles sont les solutions possibles pour résorber la crise économique structurelle que nous rencontrons depuis un très grand nombre d'années ?

II) La résorption de la crise financière et les mesures envisagées pour en éviter le retour.

Les autorités politiques et financières ont réalisé qu'il fallait d'abord circonscrire la crise financière et préparer, presque simultanément l'après-crise en prenant d'urgence un certain nombre de mesures pour essayer d'éviter le retour d'une telle situation. Dans les deux cas se révèle une certaine opposition.

Pour éviter que les faillites bancaires ne produisent une crise systémique les autorités américaines ont sauvé la banque Bear Stearns et les deux G.S.E.s. L'opinion publique américaine a été alors traumatisé par l'argument, parfaitement fallacieux, mais répandu à travers tous les médias que cela entraînerait une forte hausse des impôts. Aussi le Secrétaire au Trésor Henry Paulson n'a pas pu faire autre chose que de laisser mettre en faillite la banque Lehman Brothers, opération qui paraissait sans risque car elle n'avait que peu de clients directs, un effet de levier de 25, mais on avait sous-estimé le caractère international de ses opérations. La leçon a été comprise. Les autorités ont alors sauvé la plupart des grandes banques.

Par contre le débat reste ouvert sur les solutions financières. L'Euroland a, en premier, dès le début de la crise, fait des propositions et même obtenu quelques résultats dans le cadre de la réunion du G20 organisée à la demande du président Sarkozy alors à la tête de la communauté Européenne. On peut classer ces projets, qui seront discutés au prochain G20, en plusieurs catégories, même si certains pays ont commencé à les imposer à leurs nationaux :

1) moralisation de la Finance en luttant contre les paradis fiscaux, avec l'espoir de faire rentrer des fonds importants dans les caisses des pays occidentaux, et en réduisant les avantages des opérateurs financiers pour les obliger à prendre conscience des risques qu'il font encourir à leurs maisons. Malheureusement, la concurrence entre grandes maisons financières est internationale. Les pays qui prennent seuls des mesures de limitation des avantages accordés risquent de voir leurs meilleurs opérateurs partir vers des pays plus accommodants ; Ainsi par exemple, au Royaume Uni, l'imposition à 50% des revenus au delà d'un montant très élevé a déjà provoqué le départ vers la Suisse de quelques petites banques Londoniennes.

2) Restructuration des professions financières :

a) en créant à la demande de la Commission présidée par l'ancien Président du F.M.I. Jacques de Larosiere un système de contrôle international des organismes financiers à l'instar de la Commission Bancaire Française. Si celle-ci est à peu près acceptée à l'échelon européen elle se heurte pour le moment à une difficulté. La Commission voudrait que cet organisme dépende, comme en France, de la Banque Centrale c'est-à-dire pour l'Europe de la B.C.E. et l'Angleterre préfère un organisme indépendant (proche sans doute de la principale place européenne).

b) en responsabilisant les institutions financières, par exemple en les obligeant à conserver 5% de tous les montants qu'elles titrisent. De même on propose d'obliger les fonds (y compris les fonds d'investissement) à détenir un certain pourcentage de leurs portefeuilles en titres sans risques. Toutes ces mesures proposées au G20 provoquent une réaction violente de la part des banques incitant les lobbies américains à faire un effort pour empêcher toute décision contraignante.

Les autorités américaines se refusent à toute mesure concernant les « bonus », mais elles voudraient pouvoir limiter les montants négociés par client (surtout en matière de pétrole et de gaz), contrôler les opérateurs financiers non bancaires, réduire les surendettements en matière de cartes bancaires.

Mais sur tous ce sujets elles se heurtent à une opposition totale des Républicains et même de certains Démocrates de droite. Par contre, la tentative pour obtenir que l'on traite les produits dérivés sur des marchés organisés, malgré l'opposition des banques qui ont peur de la transparence

semble devoir être une grande réussite. Le Chicago Mercantile Exchange C.M.E. qui a débuté sa Chambre de Compensation en 2009 se développe rapidement.

III) L'évolution économique récente

Il y a quelques bonnes nouvelles sur le plan économique.

a) La masse monétaire,

Créée par certains pays comme la Chine, les Etats-Unis et l'Angleterre ont trois effets naturels :

1) une hausse très forte des Bourses depuis le 9 mars 2009 Ainsi les Bourses des pays occidentaux se retrouvent en hausse de plus de 20% depuis le 1^{er} Janvier, la Bourse chinoise de plus de 60% ; Cela améliore le moral des Chefs d'Entreprise et les incite à envisager d'investir d'autant que les taux restent très bas.

2) une certaine reprise de la consommation (en Août les ventes de détail ont augmenté de 2,7 %)

3) mais surtout, ce qui est beaucoup plus important sur le plan économique, une reprise de l'immobilier U.S. depuis le mois de Mai. Il y a à la fois une certaine demande de permis de construire, une augmentation des mises en chantier et des négociations et une légère amélioration des prix (en dehors en tout cas des zones encore sinistrées : Floride, région de Détroit etc)

b) D'autres mesures,

Ont un effet plus limité mais se révèlent efficaces. Ce sont par exemple les aides à l'industrie automobile (2.500 Dollars distribués aux U.S.A. lors de l'échange d'un véhicule ancien pour un plus moderne). Cela a entraîné en Août une augmentation des ventes de 10,6 % et de 5,1 % de la consommation d'essence.

L'atmosphère devient plus sereine.. Le Gouverneur Ben Bernanke parle de fin de crise et encourage les remboursements de TARP par les Banques. On parle à nouveau aux USA de possibilité de hausse des taux dès qu'un danger d'inflation reparaîtrait, et de mesures pour réduire l'énorme déficit budgétaire.

Le chômage continue à augmenter mais à un rythme plus faible ce qui donne aux Autorités Financières l'impression que « tout va bien dans le meilleur des mondes »

Conclusion : Y a-t-il des solutions ?

En fait on ne peut pas vraiment parler de « fin de crise » tant que le chômage ne commence pas à se résorber.

Il y aura alors deux problèmes, l'un financier, l'autre, beaucoup plus important, économique.

Le premier correspond au désir de réformer le « capitalisme », empêcher le développement de spéculations incontrôlées. Mais le retour du « too big to fail » provoque chez les intermédiaires, relayés par les lobbies auprès des membres du Congrès, une peur de voir leurs bénéfices être réduits. Il y a, peut-être, une solution à ce problème, solution dont personne ne veut entendre parler. Ce serait de séparer les banques actuelles en deux types d'entités, des banques travaillant pour leur clientèle et d'autres travaillant pour compte propre, fusionnées sans doute avec les Hedge Funds puisqu'elles feraient le même métier. Cela supprimerait les délits d'initiés et permettraient aux banques de la première catégorie de pratiquer une politique de gestion à long terme, tandis que les banques du 2ème type seraient beaucoup plus vulnérables et de ce fait obligées à mieux contrôler leurs risques.

Pour résoudre la crise économique, il semble qu'il n'y ait que deux solutions : Une forte dévaluation du dollar (style « beggar thy neighbour policy » d'avant-guerre) à l'égard des pays émergents accompagnée, comme le préconise Paul Krugman de nouvelles émissions monétaires pour aider à la reconstitution du tissu industriel

Un retour au « protectionnisme » permettant de protéger une industrie renaissante (c'est-à-dire des emplois). Il semble bien que l'on aille dans cette voie. Cela rappelle l'entre-deux guerres où le pays à balance commerciale dominante (les U.S.A.) avait donné le mauvais exemple avec le « Hawley-Smoot Tariff » (1930). Maintenant, c'est la Chine avec sa balance commerciale triomphante qui est en train de promouvoir un retour aux fermetures de frontières, d'où une petite guerre entre les Etats-Unis qui créent un tarif anormal sur les pneus chinois, incitant ceux-ci à vouloir taxer les poulets et les automobiles américaines.

Cette solution à la fois inflationniste et malsaine sur le plan international pourrait peut-être être évitée si les pays occidentaux acceptaient de faire un effort commun de recherche et de développement pour l'amélioration des populations mondiales.

Paris le 21 Septembre 2009

* * *

Y a –t-il une justification dans la théorie financière des attributions des stock-options aux dirigeants ?

Bibliographie :



IDI CHEFFOU Abdoukarim, Enseignant-Chercheur à l'EDC (Ecole des Dirigeants & Créateurs d'Entreprise), **Etudes** : Diplômé d'un Doctorat en Sciences de Gestion (2007) à l'Université Paris-Dauphine Dauphine avec comme titre de thèse : « Les déterminants d'octroi des stock-options aux dirigeants, la relation entre ce mode de rémunération et la performance de la firme : le cas des entreprises françaises cotées » sous la direction du Professeur Laurent BATSCH; DEA de Finance (n° 104) de l'université de Paris-Dauphine en 2002; Maîtrise de Finance à la Faculté de Sciences Economiques et de Gestion de Sfax (TUNISIE) en 2001. **Carrière** : Attaché Temporaire d'Enseignement et de Recherche (ATER) à l'université de Paris-Dauphine pendant deux ans et ATER à l'université de Cergy-Pontoise pendant une année.

I) Introduction

Composantes importantes de la rémunération des dirigeants, les stock-options se définissent comme étant un droit qu'une entreprise octroie à un collaborateur, permettant à ce dernier d'acquérir les titres de la firme à un prix fixé le jour de l'octroi par le conseil d'administration et sous certaines conditions stipulées dans le plan d'attribution. Les scandales récents enregistrés ainsi que la conjoncture économique actuelle relancent les débats sur la rémunération des dirigeants des entreprises. Certes, les stock-options permettent aux dirigeants des firmes de gagner des pactoles dans certains cas mais la théorie financière apporte une certaine justification de leurs attributions.

Cet article a deux objectifs principaux. Dans un premier temps une partie de la justification théorique des octrois des stock-options sera présentée à travers le lien entre la politique d'attribution des stock-options et certaines décisions financières, certaines caractéristiques des firmes ainsi que celles des dirigeants. Dans un second temps, quelques résultats empiriques portant sur l'octroi des stock-options aux dirigeants des firmes françaises seront présentés.

II) Justification des stock-options par la théorie de l'agence

Dans cette partie, les différents coûts d'agence liés aux capitaux propres seront présentés ainsi que la discussion sur les liens éventuels qui peuvent exister entre ces coûts et la politique d'attributions des stock-options aux dirigeants.

a) La consommation « excessive » des avantages de la part des dirigeants

Les dirigeants des entreprises sont souvent attirés par des avantages non pécuniaires que peuvent leur procurer les entreprises qu'ils dirigent. Selon Jensen et Meckling 1976, les dirigeants qui sont les seuls propriétaires de leurs entreprises supportent la totalité des charges découlant des avantages qu'ils se sont procurés. Par contre un dirigeant qui est partiellement propriétaire d'une entreprise reçoit la totalité des avantages qu'il se procure mais supporte seulement un coût qui est proportionnel à la part qu'il détient de l'entreprise, la grande partie des coûts étant supportée par les actionnaires. De ce fait, le fait d'être propriétaire partiel peut procurer une

incitation à un dirigeant pour consommer de façon somptuaire et de profiter d'une manière excessive des avantages que lui procure sa position au sein de la firme. Ainsi, une fois que la part du dirigeant dans le capital de l'entreprise diminue, sa part dans le résultat de l'entreprise diminuera aussi et cette situation va l'encourager à s'approprier un grand montant des ressources de l'entreprise sous forme d'avantages. Ce problème d'agence des capitaux propres est connu sous la terminologie de *managerial shirking* et il est équivalent aux dépenses somptuaires de la part de certains dirigeants. Agrawal et Mandelker 1987 suggèrent que les mécanismes de contrôle externe liés au marché des capitaux ainsi que le contrôle à travers les contrats de rémunération (tels que ceux utilisant les *stock-options*) peuvent ensemble aider à aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires.

b) Opportunité de croissance, coûts d'agence des capitaux et stock-options

Selon Bizjak et al. 1993, les firmes à fortes opportunités de croissance sont celles au sein desquelles le problème d'asymétrie d'information persiste comparées aux entreprises qui gèrent des actifs déjà en place. Selon ces auteurs, contrairement à la gestion des actifs déjà en place, le développement des nouveaux produits nécessite plus d'effort et plus de temps. Ainsi, le temps nécessaire à la résolution du problème de l'information asymétrique sera potentiellement long au sein de ces firmes (c'est l'exemple des firmes de l'industrie pharmaceutique). Smith et Watts 1992, Core et Guay 2001 argumentent que les entreprises à fortes opportunités de croissance sont très risquées et ont besoin de managers très qualifiés au sein de leurs directions. Pour ce faire, le salaire d'équilibre du manager doit être élevé comparé à celui d'un dirigeant qui ne gère que des actifs en place. De plus, Kole 1997 suggère que lorsque la proportion de la valeur de la firme représentée par les opportunités de croissance devient plus grande, les actions menées par les managers deviennent moins observables, d'où l'intérêt de lier la rémunération des dirigeants à la valeur de la firme. Ainsi, à cause de l'asymétrie de l'information et des problèmes d'agence qui peuvent en découler, les firmes à fortes opportunités de croissance attribueraient plus de *stock-options* à leurs dirigeants.

c) Taille de la firme et coût d'agence des capitaux propres

Selon Jensen et Meckling 1976, les coûts d'agence augmentent avec la taille de l'entreprise puisque ces dernières sont plus difficiles à contrôler. Dans le même ordre d'idée, Eaton et Rosen 1983 argumentent aussi que le contrôle des dirigeants devient plus difficile dès lors que la taille de la firme augmente. Des études empiriques comme celles de Bryan et al. 2000, Smith et Watts 1992, Yermack, Gaver et Gaver 1995, Mehran 1995, Palia 2001, trouvent une relation positive entre la taille des firmes et une grande part de la rémunération des collaborateurs sous la forme de *stock-options*. Aussi selon Smith et Watts 1992, plus grande est la taille de la firme, plus grande est la proportion des ressources réelles qui est affectée par une décision managériale donnée. De ce fait, les managers de ces firmes ont une plus grande valeur ajoutée comparés à ceux des firmes de petites tailles. Ainsi, le niveau de rémunération des dirigeants doit croître avec la taille de l'entreprise. Les arguments présentés montrent qu'à cause de la difficulté qu'elles présentent en terme de contrôle, les firmes de grandes tailles pourraient intégrer plus de *stock-options* dans leurs politiques de rémunération des dirigeants et ainsi aligner les intérêts de ces derniers sur ceux des actionnaires.

d) Le problème de free cash-flow et la politique des stock-options

Selon Jensen 1986, l'excédent de cash au sein d'une firme peut causer des problèmes d'agence sévères puisque les dirigeants peuvent investir cet excédent dans des projets à VAN négatives. En plus, l'excédent de cash peut être gaspillé dans des inefficiences organisationnelles.

Les attributions des stock-options pourraient être un moyen d'inciter les dirigeants à utiliser cette trésorerie de façon efficiente. On peut ainsi s'attendre au fait que les firmes à free cash-flow élevé offrent plus de stock-options à leurs dirigeants.

e) La politique de dividende

Selon la théorie financière, la politique de dividende est un instrument de résolution des conflits dirigeants/actionnaires. Rozeff [1982] et Easterbrook [1984] estiment que les versements des dividendes se justifient par les conflits d'intérêt existant entre dirigeants et actionnaires. Ainsi, ces versements vont contraindre les dirigeants à avoir recours à l'endettement pour financer les nouveaux projets. Ainsi, la politique de dividende est un mécanisme implicite de contrôle des dirigeants qui doit être utilisé lorsque les coûts d'agence sont élevés. Ainsi, toute chose restant égale par ailleurs, les firmes qui utilisent la politique de dividende comme moyen de résolution des conflits actionnaires/dirigeants pourraient utiliser moins de stock-options dans le cadre de la rémunération de leurs dirigeants.

f) Autres justification des attributions des stock-options

La littérature sur les contrats de rémunération des dirigeants ainsi plusieurs études empiriques reconnaissent certaines variables liées aux caractéristiques spécifiques des entreprises et des dirigeants comme déterminantes des rémunérations incitatives. L'activité de recherche et développement en est une de ses variables. En effet, les travaux de Clinch 1991, Gaver et Gaver 1995, Bizjak et al 1993, Palia 2001 ont montré un lien positif entre les activités de R&D et la présence des rémunérations incitatives telles que les stock-options. Ceci est justifié par le fait que les collaborateurs des entreprises à fortes activités de R&D doivent être retenus au sein de la firme, à cause de leur accès à une information privilégiée concernant les projets futurs. Un autre argument pouvant expliquer les différences de politique d'attribution des stock-options à travers les entreprises est l'actionnariat des investisseurs institutionnels. En effet, une forte présence des investisseurs institutionnels dans le capital d'une entreprise peut avoir un effet négatif sur la rémunération en excès des dirigeants des entreprises (Hartzell et Starks 2003, Cyert et al. 2002, Benz et al. 2001).

L'âge des dirigeants peut aussi expliquer les différences dans les stock-options reçues par ces derniers. Selon Gibbons et Murphy 1992, les plus jeunes dirigeants sont plus disposés à entreprendre des actions non observables coûteuses parce qu'ils sont plus préoccupés par leurs carrières. Aussi, l'âge peut expliquer l'horizon de décision du dirigeant. A l'approche de la retraite, il se peut que le dirigeant évite d'entreprendre des projets à VANs positives incluant les dépenses en R&D si la seule mesure de performance à laquelle est indexée sa rémunération est le résultat de l'entreprise. Précisément, ces dépenses vont profiter au successeur du dirigeant tout en pénalisant ce dernier (Dechow et Sloan 1991). Pour éliminer ce problème d'horizon, les entreprises pour lesquelles les dirigeants sont proches de la retraite devraient utiliser plus de rémunérations incitatives telles que les stock-options dans leurs politiques de rémunération.

Une autre justification du recours aux stock-options pour rémunérer les dirigeants est le problème de liquidité que rencontrent les entreprises. Ce dispositif de rémunération a la vertu dans certains cas de substituer une partie de la rémunération des dirigeants sous forme de cash. Dechow et al.[1996], Core et Guay [2001], démontrent que les firmes en difficulté financière octroient plus de stock-options, même à des salariés non dirigeants.

III) Quelques résultats empiriques

a) Construction des variables

La variable TAILLE représente la taille de l'entreprise mesurée par le logarithme du total des actifs. R&D représente les dépenses en recherches et développements d'une année donnée divisées par le total de l'actif de l'année correspondante. DIVY est le dividend yield défini comme le ratio de la valeur du dividende par action annuel divisée par le cours de l'action, le tout multiplié par cent. AGE est l'âge du dirigeant en nombre d'années. MTB est le ratio de la valeur marchande des capitaux propres diminuée de la valeur comptable des capitaux propres et augmentée de la valeur comptable des actifs, le tout divisé par la valeur comptable des actifs. Cette variable est un proxy du Q de Tobin, capturant ainsi les opportunités de croissance et donc l'observabilité de l'effort managérial. FreeCF est la mesure du free cash-flow de Lehn et Poulsen 1989 définie par le ratio de l'excédent brut d'exploitation diminué de la somme des intérêts, impôt sur le bénéfice et dividendes, le tout divisé par la valeur de marché de l'entreprise. OPTION est le ratio de la valeur estimée des stock-options attribuées au dirigeant au cours d'une année sur sa rémunération totale (la somme du salaire fixe, du salaire variable au titre de l'exercice considéré, des jetons de présence et de la valeur estimée des stock-options) de l'année correspondante. Enfin INSTTT est le pourcentage du capital de l'entreprise détenu par les investisseurs institutionnels.

b) Données et méthodologie

Dans cette analyse, nous utilisons un échantillon de 99 entreprises cotées à la bourse de Paris (dont toutes les entreprises non financières du SBF 120) sur la période de 2002 à 2004. Rappelons qu'en France, la loi NRE sur les Nouvelles Régulations Economiques de 2001 impose aux entreprises françaises cotées une obligation de publier les rémunérations globales des dirigeants les mieux payés dans leurs rapports annuels d'activité. Ceci nous a permis d'extraire des 297 rapports annuels des sociétés toutes les caractéristiques des plans de stock-options (nombre de stock-options attribuées au dirigeant, prix d'exercice, date d'attribution, date d'échéance, durée d'indisponibilité) ainsi que les données sur la rémunération hors stock-options (salaire fixe, le salaire variable au titre de l'exercice et enfin les jetons de présence) de chaque dirigeant. Nous avons estimé la valeur du portefeuille de stock-options¹ attribuées à chaque dirigeant pour chaque année considérée. La base de donnée THOMSON One Banker nous a permis d'avoir les données comptables et financières sur la base desquelles tous les ratios sont calculés et aussi celles relatives à l'actionnariat des investisseurs institutionnels. Les données boursières qui nous ont permis d'estimer les valeurs de Black et Scholes des stock-options sont extraites de la base de données DATASTREAM. Nous avons utilisé le Who's who (éditions Jacques Lafitte) dans sa version disponible sur Internet (www.whoswho.fr) pour obtenir la biographie de certains dirigeants des entreprises de notre échantillon (l'âge du dirigeant si celui-ci n'est pas reporté dans les rapports annuels).

Afin de mener notre étude empirique, nous avons opté pour une analyse multivariée sur la base de la technique des données de panel. Nous utilisons la méthode des moindres carrés ordinaires et ensuite nous avons testé nos hypothèses sur la base d'un modèle Tobit car la

¹ Dans notre analyse, il est considéré seulement le nombre de stock-options nouvelles attribuées au dirigeant au cours d'une année. Ainsi, pour chaque année donnée, les stock-options déjà existantes ne sont pas prises en compte car les informations nominatives sur la rémunération des dirigeants ne sont pas reportées dans les rapports annuels antérieurs à l'année 2002. La formule de Black et Scholes donne la borne supérieure de la valeur des stock-options à cause de la non diversification des dirigeants (Meulbroek 2001).

variable principale traduisant la politique de stock-options est censurée à gauche à la valeur de zéro (parfois il n'y a aucune attribution de stock-options de la part des entreprises).

Table 1 : Statistiques descriptives

PANEL A : Caractéristiques des entreprises

	Moyenne	Médiane	Maximum	Ecart type
TAILLE	7,71	7,81	11,57	2,24
R & D	0,016	0,000	0,259	0,037
DIVY	1,65	1,62	5,54	1,31
MTB	1,48	1,23	4,956	0,703
FreeCF	0,14	0,092	3,89	0,325
Instit	0,607	0,632	1,16	0,2

PANEL B: Caractéristiques des dirigeants

AGE	54	54	68	7,02
EXPERIENCE	7,62	6	35	6,77

PANEL C : Caractéristiques des rémunérations

REMUNERATION (en millions)	1,23	0,911	6,596	1,1
OPTION	0,2	0,063	0,956	0,248
INDISPONIBILITE	3	4	5	1,21
MATURITE (en années)	8,6	8	50	3,63

La rémunération² annuelle moyenne d'un *CEO* (*chief executive officer*) d'une entreprise de l'échantillon est de 1,23 millions d'euros sur la période 2002-2004 et le maximum est de 6,59 millions d'euros, correspondant à la rémunération hors option du PDG de l'Oréal au titre de l'année 2002.

De plus, sur les trois années considérées, un dirigeant a reçu de son entreprise en moyenne 100 000 stock-options. Le pourcentage des stock-options par rapport à la rémunération totale d'un dirigeant est en moyenne de 20%. La maturité moyenne d'une stock-option est 8,6 années, la médiane de 8 ans et la valeur maximale est de 50 ans. Notons qu'il s'agit d'une valeur extrême qui correspond à la maturité des stock-options attribuées par la société Gaumont. Excepté cette valeur, l'échéance maximale de toutes les stock-options attribuées aux dirigeants des entreprises de cette étude est de 10 ans. La période d'indisponibilité moyenne des stock-options est de 3 ans,

² C'est la somme du salaire fixe du dirigeant, du salaire variable au titre de l'exercice (versé généralement l'année suivante) et des jetons de présence. Nous n'avons pas pris en considération les pensions de retraite par manque d'information pour certaines entreprises de l'échantillon.

représentant la période pendant laquelle les détenteurs des stock-options ne peuvent pas les exercer.

c) Résultats des régressions économétriques

Table 2 : régressions OLS et Tobit

Les résultats présentés dans cette table sont obtenus sur la base des régressions OLS (*ordinary Least Square*) et TOBIT utilisant les techniques des données de Panel. Dans toutes les régressions, la variable expliquée est le pourcentage de la valeur des stock-options par rapport à la rémunération totale du dirigeant (variable OPTION). *, ** et *** indiquent respectivement la significativité statistique au seuil de 10%, 5% et 1%. Les valeurs qui sont entre les parenthèses représentent le T statistiques de Student des coefficients estimés et N est le nombre d'observations.

Variables explicatives	Modèle 1	Modèle 2
	OLS	TOBIT
C	-0,13 (-1,13)	-0,54 (-1,98)*
Taille	0,051 (10,01)***	0,092 (5,97)***
R & D	1,03 (3,2)***	1,77 (2,83)***
Instit	-0,13 (-2,7)***	-0,18 (-1,21)
DIVY	-0,01 (-2,83)***	-0,011 (-0,55)
AGE	0,0018 (1,44)	0,0005 (0,15)
MTB	0,042 (4,97)***	0,017 (0,43)
FreeCF	-0,032 (-3,59)***	-0,206 (-1,83)*
R ² _{ajusté}	63,18%	67,48%
F-Stat	12,81***	14,35***
Dummy secteur	OUI	OUI
Dummy années	OUI	OUI
N	297	297
Obs censurées	-	129

La table 2 donne un extrait des résultats empiriques sur la politique des stock-options en faveur des dirigeants des entreprises françaises (les résultats concernant certaines variables explicatives non considérées dans cette étude ne sont pas présentés).

Les résultats montrent que la taille de la firme a un impact positif et significatif sur la rémunération des dirigeants sous forme de stock-options. Ce résultat confirme les prédictions de la théorie de l'agence selon lesquelles, les firmes de grandes tailles devraient attribuer beaucoup de stock-options pour aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires. Aussi, les résultats des deux modèles font ressortir une relation positive et significative au seuil de 1% entre les opportunités de croissance (variable MTB) et la politique de stock-options. Les signes obtenus pour le *free cash-flow* sont contraires aux signes attendus. Nous rejetons l'hypothèse selon laquelle les firmes qui dégagent un *free cash-flow* élevé offrent beaucoup de stock-options à leurs dirigeants

afin d'éviter que ces derniers les investissent dans des projets à VAN négatives ou qu'ils les gaspillent dans des inefficiences organisationnelles. Les résultats du modèle OLS montrent aussi une relation négative entre les attributions des stock-options et la politique de dividende (approximée par la variable DIVY).

Nos résultats (modèle OLS) montrent que lorsque l'actionnariat des investisseurs institutionnels augmente, les attributions des stock-options aux dirigeants des entreprises diminuent. Enfin, les entreprises à fortes activité en terme de R & D s'avèrent attribuer plus de stock-options à leurs dirigeants.

Conclusion :

L'objectif de cet article est de présenter une justification des attributions des stock-options dans la théorie financière ainsi que quelques résultats empiriques sur la base des données portant sur 99 firmes françaises cotées.

Les résultats montrent un certain lien entre les attributions des stock-options aux dirigeants et certaines variables traduisant les coûts d'agence (conflits entre actionnaires et dirigeants) ainsi qu'avec la politique de recherche et développement des firmes.

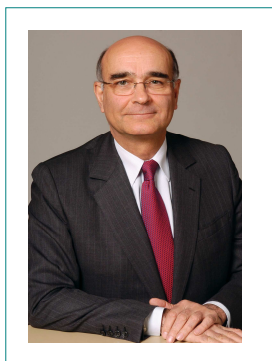
D'autres théories apportent aussi des justifications des attributions des stock-options aux dirigeants. La théorie de l'extraction de la rente vient se confronter à la théorie des contrats (Bebchuk et al.2002). Selon ces derniers, le pouvoir managérial plutôt que la théorie des contrats peut expliquer certaines caractéristiques des plans de stock-options, tels que l'absence d'indexation des options au mouvement général du marché, la fixation du prix d'exercice au niveau du cours de l'action le jour de l'octroi, la liberté donnée aux dirigeants de décider du nombre d'actions sous-jacentes à vendre ainsi que le timing de la vente et enfin la possibilité de couvrir leurs portefeuilles d'options contre le risque. Ainsi selon cette théorie, les dirigeants peuvent avoir une influence sur les comités de rémunérations et fixer les termes de leurs rémunérations à leurs avantages. L'une des approches les plus citées justifiant l'octroi des stock-options aux dirigeants est celle qui considère ce dispositif comme un outil de gestion des ressources humaines. D'après cette théorie, les stock-options permettent de retenir et de fidéliser les talents au sein d'une entreprise (voir les travaux de Desbrières [1999], Core et Guay [2003] et Ittner, Lambert et Larcker [2003]).

La prise en compte des variables qui expliquent au mieux les différences des systèmes de gouvernance des entreprises françaises dans la justification des attributions des stock-options aux dirigeants ouvre la voie à des pistes de recherches empiriques prometteuses.

* * *

La directive MIF et la dispersion des négociations

Bibliographie :



Jean-Pierre PINATTON : Président du Conseil de surveillance de Oddo & Cie avec laquelle le Groupe Pinatton a fusionné en 2000. **Etudes** : Diplômé de l'ESSEC d'une Maîtrise en Droit et d'un MBA de l'Université de Chicago. **Carrière** : Après dix ans passés au sein de l'activité Corporate Finance de Smith Barney à New-York puis Paris, il a rejoint la charge d'Agent de Change de Gilbert Thorp en 1981 et lui a succédé en 1984 puis a dirigé la société de bourse et le groupe éponyme. Membre du Collège de l'AMF, membre suppléant du CECEI et Président d'honneur de l'AMAFI.

Les autorités européennes ont constaté à la fin des années 90 que la Directive Services en Investissement (DSI) de 1993 n'avait pas atteint son objectif de permettre la réalisation d'un grand marché européen des valeurs mobilières. Malgré le concept de passeport qui permettait à tout intermédiaire financier agréé dans son pays d'origine d'exercer librement dans les autres pays de l'Union Européenne, les marchés restaient essentiellement nationaux, en particulier du fait que certains pays avaient maintenu l'obligation de concentration des ordres sur le marché de cotation de leurs valeurs. C'était le cas de la France qui protégeait ainsi le quasi-monopole de la bourse de Paris.

Certes, un marché OTC de market makers s'était développé à Londres pour les grandes valeurs européennes, mais, l'essentiel des transactions et l'élaboration des prix se réalisaient dans les principales bourses (London Stock Exchange, Deutsche Börse, SBF devenue Euronext).

Au sommet de Lisbonne, les chefs d'État décident la mise en œuvre du Plan d'Action des Services Financiers pour enfin unifier les marchés de tous les instruments financiers. L'élaboration d'une série de directives est lancée sur un calendrier très rapide suivant un plan de travail proposé par le Professeur Lamfalussy. Elles concernaient aussi bien le marché primaire que la documentation financière ou l'économie des marchés. C'est dans ce contexte que la directive Marchés d'Instruments Financiers (MIFID) a été élaborée.

Au-delà de l'harmonisation des pratiques, l'objectif de base qui a présidé à l'élaboration de MIFID a été de faire baisser le coût de l'intermédiation en créant la concurrence entre systèmes de négociation, c'est-à-dire en interdisant la règle de concentration des ordres, tuant ainsi les quasi-monopoles de fait des principales bourses européennes.

Cette idée s'appuyait sur le « dogme » que la liquidité existait toujours, en particulier grâce aux market makers, et que le prix serait le résultat de la confrontation entre différents systèmes de négociation sans considérer que la dispersion des ordres pourrait créer un problème. Par ailleurs, la transparence du marché était un concept « oublié » car cela pouvait gêner les market makers et donc avoir un impact sur leur volonté de fournir de la liquidité. L'objectif de réduire les coûts en cassant les monopoles des bourses faisait rejeter tout autre considération. L'argument que la dispersion des lieux de négociation augmenterait la volatilité des prix était systématiquement écarté. Grâce à l'informatique et à l'évolution des technologies de l'information et de la communication, tous les problèmes de confrontation de l'offre et de la demande trouveraient une

solution. Quant au manque de transparence, facteur d'inégalité de traitement des ordres, en particulier pour les ordres petits et moyens, il était traité par l'introduction de la notion de Meilleure Exécution (Best Execution) qui rendait l'intermédiaire responsable d'aller la rechercher sur les différents systèmes de négociation.

Bien que MIFID s'applique à tous les instruments financiers définis très largement, son impact principal a été sur le marché des actions. La directive régit trois lieux de négociation :

- les Marchés Réglementés qui ne se distinguent que comme étant responsables de l'introduction des valeurs par l'inscription à leur cote. Ils sont l'objet d'un statut particulier octroyé par le régulateur des marchés du pays dans lequel ils opèrent.
- les MTF (Multilateral Trading Facilities ; en France, SMN – Système Multilatéral de Négociation) qui sont des structures de négociation pouvant être créées par tout intermédiaire financier agréé.
- enfin, l'Internalisation, c'est-à-dire l'exécution de l'ordre du client face aux comptes propres de l'entreprise d'investissement au prix proposé par ce prestataire.

Pour répondre au débat sur la transparence des marchés, MIFID oblige les Marchés Réglementés et les SMN à afficher leur carnet d'ordres (« transparence pre trade ») ainsi qu'à publier, aussitôt que possible, les transactions (« transparence post trade ») ; en ce qui concerne l'Internalisation, seuls les « Internalisateurs Systématiques » ont l'obligation de publier une fourchette de prix associée à une quantité minimale sur laquelle ils s'engagent à traiter. On voit donc que le mécanisme de formation des prix est dispersé entre ces différents systèmes.

Où en est-on aujourd'hui, vingt mois après la mise en application obligatoire de MIFID le 1er novembre 2007 ? Une première phase de création de nombreuses plate-formes de négociation a vu le jour.

En premier lieu, les bourses historiques ont adopté le statut de Marché Réglementé : NYSE Euronext, London Stock Exchange, Deutsche Börse, Bourses de Madrid, Milan, Athènes, Vienne, Dublin, OMX, ... Ces bourses qui avaient généralement conservé des systèmes tarifaires protégés par leur quasi-monopole ont subi très rapidement la concurrence des SMN.

Ces SMN se sont très vite créés, d'abord à l'initiative de certains prestataires, puis à celle de certains Marchés Réglementés en réaction à la concurrence. Dans le premier cas on trouve ChiX, Turquoise, BATS Trading (Europe), Trade Gate. Dans le second on peut citer Nasdaq OMX et NYSE Arca Europe.

L'Internalisation Systématique n'a pas rencontré le succès que certains attendaient. A ce jour seuls onze prestataires se sont déclarés à leur autorité de tutelle. En effet, ce système oblige l'Internalisateur à engager des capitaux et la crise financière n'est pas propice à cet exercice. Il peut y avoir une autre raison qui n'avait pas été vraiment perçue lors de l'élaboration de MIFID. C'est le développement des « Dark Pools ». La réflexion dans MIFID portait sur les systèmes de négociation aboutissant à l'élaboration du prix. La création de systèmes de rencontre d'une offre et d'une demande sur la base d'un prix importé à partir des fourchettes affichées sur les marchés réglementés échappe à MIFID et a permis le développement de véritables marchés de gré à gré informatisés. Ils sont principalement créés au sein de grands prestataires qui marient directement leurs ordres clients sans utiliser leurs fonds propres donc contournent les règles de l'Internalisation. Mais, de nouveaux « Dark Pools » sont aussi organisés par des Marchés Réglementés en réaction à la concurrence : Equiduct lancé par la bourse de Berlin ou Smartpool par NYSE Euronext. L'avantage du « Dark Pool » est non seulement de réduire les frais de négociation mais aussi d'éviter les systèmes de compensation. Leur développement est d'autant plus regrettable qu'ils ne contribuent pas à la liquidité générale ; on favorise certains intervenants au détriment de l'efficacité globale du marché.

La prolifération de système de négociation a été facilitée par la disponibilité et la simplicité des programmes informatiques permettant de rendre opérationnelles ces « bourses » lorsqu'elles ne traitent qu'un nombre limité de valeurs.

Cette abondance de lieux d'échanges a très vite provoqué une concurrence acharnée sur les frais de négociation et une dispersion des transactions, en particulier pour les grandes valeurs liquides. Il y a peu, sinon pas, de bataille pour capter les flux sur les valeurs moins traitées. Les tarifs de Xetra et SETS ont ainsi baissé de plus de 15 %, ceux de NYSE Euronext d'environ 30 % suivant des formules d'ailleurs difficiles à comparer. Certains SMN vont même jusqu'à rémunérer les intermédiaires qui leur apportent les ordres dits « actifs », c'est-à-dire ceux qui enclenchent une transaction et sont donc immédiatement faisables. Si la concurrence a aussi conduit à un resserrement des fourchettes acheteur/vendeur, la fragmentation des ordres, pour rechercher la meilleure exécution, a deux effets négatifs majeurs : la réduction de plus de moitié de la taille des exécutions (environ 8 000 € par exécution contre 20 000 € auparavant) et une augmentation de la volatilité du fait de la difficulté à répartir efficacement les ordres limites. On constate des décalages de cours dans un système, alors qu'une limite présente dans un autre système aurait pu l'empêcher. L'impact, plus difficile à maîtriser, des ordres cachés contribue aussi à cette augmentation de la volatilité.

On peut estimer qu'aujourd'hui environ 30 % des ordres clients en capitaux sont exécutés dans des « Dark Pools » et que les SMN captent environ 25 % des volumes traités hors marché de gré à gré. La part allant vers les Marchés Réglementés historiques représente donc moins de la moitié des échanges sur les grandes valeurs européennes.

Quelles conséquences peut-on observer en matière de transparence du marché des actions et de coût pour l'investisseur ?

La dispersion a réduit considérablement la transparence. L'absence d'une vision consolidée des offres et des demandes handicape la mise en œuvre et le contrôle de la règle de meilleure exécution. Une partie importante des négociations n'est pas publiée dans les délais réglementaires ce qui réduit d'autant la qualité de la transparence « post trade ». La dispersion des limites rend l'exécution des ordres « à tous prix » extrêmement dangereuse.

La Commission Européenne pensait que la concurrence allait faire baisser les coûts. Ceci s'est réalisé en ce qui concerne les frais facturés par les bourses. Mais cela a été totalement compensé par les frais informatiques et les nombreuses connexions qu'il a fallu mettre en place. Par ailleurs, le sujet du post marché, compensation et règlement/livraison, avait été totalement « oublié » lors de l'élaboration de MIFID. Or, c'est dans ces domaines que les coûts liés à l'exécution des ordres sont les plus importants. La dispersion entre différents systèmes d'exécution connectés à de multiples organisations de post marché n'a fait qu'augmenter ces coûts.

L'article 65 de la Directive MIF demande à la Commission Européenne de faire des points d'étape à partir de 2009 pour évaluer son impact sur la transparence et la qualité des marchés, pour éventuellement proposer des amendements. Cela est nécessaire car, à ce jour, MIFID a certes contribué avec les autres directives du PASF à créer un grand marché unifié des instruments financiers, mais aux dépens de la transparence des négociations et sans que cela réduise leur coût, même pour les négociations sur les grandes capitalisations européennes.

* * *

Les fonds d'investissement et techniques de financement immobilier sharia compliant

Bibliographie :



Anass PATEL ; Directeur de l'Investissement et de la Stratégie chez DTZ Asset Management Europe. **Etudes** : Diplômé d'un Master Spécialisé de l'Ecole Centrale Paris et du diplôme de l'ESC de Lille. **Carrière** : Ancien Dirigeant de HRO, Chef de Projet dans différentes divisions (Insurance, Consumer Finance et Private Equity) de 1999 à 2006, Responsable des analyses de risque du portefeuille d'investissements immobiliers européens pour le bilan de General Electric à partir de 2001. Spécialisé depuis plus de 10 ans, à la fois en finance et en gestion immobilière, il est actuellement à la tête du département Business Development., Responsable de fonds d'investissement (GE Asset Management, Dubai Islamic Bank en conformité avec l'éthique musulmane (sharia compliant), Hexagone co-développé avec Aviva Investors). **Associations** : Membre du CCIM aux Etats-Unis (Certified Commercial Investment Manager) et de l'AREIM (Association de Recherche Immobilière) en France, Président Fondateur de l'association AIDIMM (Association d'Innovation pour le Développement économique et IMMObilier) et de l'association SOLID'R

L'immobilier comme classe d'actif a toujours attiré les investisseurs dits « islamiques » soit pour leur côté pierre sentimentale soit pour leur caractère tangible permettant un financement d'actif s'inscrivant dans une économie réelle loin des actifs purement financiers – virtuels.

La finance islamique comme il est d'usage de l'appeler en France – bien qu'en réalité il est plus approprié de parler d'une finance respectant l'éthique musulmane, éthique elle-même bien plus large que son simple caractère religieux – connaît une actualité brûlante avec des annonces tonitruantes des acteurs politiques et économiques français, assortis de conférences et de séminaires pour tous les goûts sur la place de Paris (on en dénombre pas moins d'une quarantaine d'événements sur la seule année 2008, soit un chaque semaine travaillée !).

« Nous souhaitons faire de Paris une place plus attractive pour la finance islamique, surtout dans ce contexte de crise, d'excès de crédits, de volatilité et de cupidité. »

Christine Lagarde (2008)

La finance islamique recouvre l'ensemble des principes et techniques juridiques et financiers permettant le financement de biens ou de services conformément aux exigences de l'éthique musulmane. Cette **conformité** sur le plan religieux (règles de l'Islam à respecter selon les lois du Coran, des Paroles du Prophète et des autres sources reconnues) se comprend également en écho aux **préférences des consommateurs**, soucieux de retrouver une certaine éthique dans les services financiers tout comme la nourriture bio ou l'éco-habitat promis à un grand avenir.

La finance islamique s'inscrit totalement dans la lignée de la finance éthique, avec ses principes positifs et ses **règles du jeu** qui ont montré leur acuité dans le contexte de la crise actuelle, ayant abouti à un système financier ne répondant plus complètement aux réalités de l'économie et des besoins des populations, au respect de l'environnement et du bon sens.

Pour comprendre ce qu'est la finance islamique et sa légitimité, il est utile de repartir de la notion microéconomique de préférence individuelle : les individus développent au cours de leur vie des préférences à partir desquelles ils agissent plus ou moins adéquatement, définissant ainsi un ensemble de contraintes auxquelles ils cherchent à se conformer avec une certaine homogénéité dans les caractéristiques de leur demande de produits et services - éthiques dans notre cas. Les institutions financières, comme toutes entreprises soumises à la libre-concurrence, tentent de répondre à ces préférences subjectives qu'ils détectent de leurs clients, actuels et potentiels, en proposant des produits adaptés. Quand tel est le cas, la finance est dite « **alternative** » ou « **éthique** ». Au final, cette **préférence religieuse** se transforme en préférence vertueuse sur des catégories de population restées en marge du système dominant, car sans alternatives répondant à leurs attentes financières.

Aujourd'hui, le **développement durable** ou **l'éthique avec les Investissements Socialement Responsables (ISR)** voire même **les fonds solidaires** sont des tendances de fonds augurant de nouvelles thématiques d'investissement, aussi bien pour les institutionnels que pour les particuliers. La France, grâce à sa double force – population musulmane et industrie de la gestion d'actif la plus importante en Europe - a un rôle de premier plan à jouer dans l'émergence de ces tendances éthiques, tout en mettant en avant son modèle capitaliste plus social, voire plus équitable. Et si la France prenait une place de leadership dans le développement des opportunités des financements islamiques notamment dans l'immobilier, sans les scories du modèle anglo-saxon?

Les cinq principes de la finance islamique

La finance islamique est structurée par **cinq principes fondamentaux** : les trois premiers négatifs, établissant des interdictions et les deux autres positifs, définissant des pratiques.

1. La prohibition du riba

Ce principe vise à **interdire tout surplus, intérêt compris, du seul fait de l'écoulement du temps**. Recevoir une rémunération quelle que soit la performance du sous-jacent est considéré comme pernicieux et usuraire. Rappelons que cette condamnation morale n'est pas étrangère à la culture européenne : le commerce de l'argent a longtemps fait l'objet d'une interdiction, de même que la rémunération des comptes de dépôts.

2. L'interdiction de la spéculation et ses dérivés

L'Islam prohibe la spéculation (Maysir) et la présence de l'incertitude (Gharar) dans un contrat ou une vente. Pour meilleure illustration, aucuns produits dérivés ne seraient être autorisés en finance islamique, ce qui lui a permis d'être en partie immunisé de la toxicité des causes de la crise actuelle.

3. La règle du « haram » ou secteurs illicites

L'Islam prohibe certaines activités, interdictions que la finance islamique se doit de respecter. La règle du **haram** proscrie ainsi de s'engager dans des activités liées aux jeux, au tabac, à la pornographie ou encore à l'alcool...circonscription de l'activité financière qui existaient auparavant.



4. *Le principe de partage des profits et des pertes*

Les interdictions précédentes contraignent l'investisseur ou le bailleur de fonds à se comporter **comme un entrepreneur**. Rémunéré selon les performances des sous-jacents, il est aussi exposé aux éventuelles pertes. Au final, son statut s'approche de celui d'un capital-risqueur voire d'un associé commanditaire.

5. *L'adossement à un actif tangible*

La finance islamique impose aux investisseurs de s'engager dans l'économie réelle, sur des **actifs tangibles et existants**, empêchant quelque peu la déconnexion observée aujourd'hui entre les marchés financiers et l'économie réelle.

Ainsi, les principes de la finance islamique expriment une volonté de promouvoir la justice sociale et l'équité ainsi que la liberté d'entreprendre et une attitude de modération non spéculative. En cela, des *Conseils de conformité à la Charia* ou « Sharia Boards » accompagnent le développement des produits pour s'assurer de leur adéquation avec les règles jurisprudentiels de l'éthique musulmane. Par extension, les résidus de revenus déclarés comme impurs sont reversés à des organisations caritatives ou à des fondations comme l'Institut du Monde Arabe à Paris ou Le Secours Islamique. Le premier comité francophone de validation de conformité Sharia a vu le jour en novembre dernier, il s'agit de l'ACERFI (Audit, Conformité Ethique, et Recherche en Finance Islamique www.acerfi.org) organisme indépendant sans but lucratif qui participe activement à l'évolution de la Finance Islamique dans l'hexagone.

La finance islamique moderne a plus de trente ans, cette industrie se caractérise aujourd'hui par :

- ✓ Croissance annuelle : entre 10 % et 30 % selon les classes d'actifs.
- ✓ Masse des actifs islamiques dans le monde : \$700 Mds jusqu'à \$3 000 Mds estimé à horizon 2015
- ✓ Augmentation de ces actifs de 11 % en moyenne annuelle au cours des dix dernières années dans le Golfe Persique
- ✓ Impact beaucoup plus faible de la crise financière sur les banques islamiques
- ✓ Développement de nouveaux instruments de financement (sukuk ou obligations islamiques) permettant des montages complexes et transfrontaliers.

Les trois-quarts des actifs de la finance islamique figurent sur les **bilans de banques commerciales** et plus d'un dixième sur ceux des banques d'investissement. Environ 10% de la finance islamique concerne le marché des obligations charia-compatibles, les sukuk, qui connaît ces derniers temps, une croissance importante : la taille du marché était de \$ 85 milliards au 30 juin 2007 (+75% en 6 mois) et les émissions de sukuk en 2007 sont estimées à plus de \$ 30 milliards³.

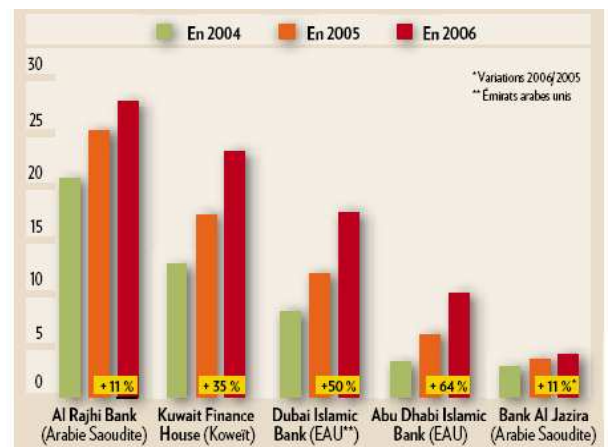


Figure 2 : Actifs Finance Islamique
Source : La Tribune 2008

³ Estimations de Standard & Poor's.

La France, un marché prometteur mais fragmenté

Les premiers produits labellisés finance islamique en France pour le public ont vu le jour à **l’Ile de la Réunion avec un fort succès commercial**, la collecte sans politique marketing agressive a permis de lever plus de € 15MM⁴ en trois semaines de commercialisation avec un label de confiance et de transparence (engagement des dirigeants sur le terrain) ainsi que l’approbation d’un Sharia board francophone.

L’**immense marché** que représentent les besoins d’accession à la propriété, le financement des PME et des produits d’épargne *sharia compliant* (les équivalents de livret A, assurance vie, etc) constitue à n’en pas douter – et les obstacles réglementaires sont minimales - un vecteur de développement positif de cette manne en France. On estime à environ € 3 Mds l’investissement des fonds islamiques dans l’immobilier en France, essentiellement en provenance du Qatar et des Emirats Arabes Unis.

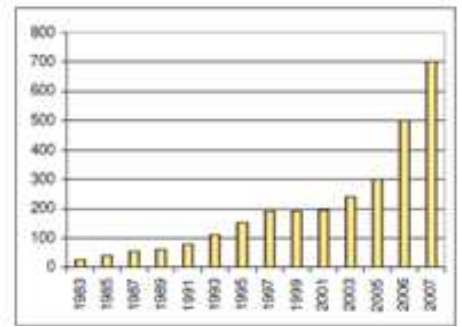


Figure 3: Taille du marché de la Finance Islamique Source : Standars&Poor’s 2005

La France et par extension, les banques françaises peuvent-elles ignorer un marché estimé à **€ 100 Mds par Paris Europlace** (rapport Jouini – Pastré 11/08) ou **plus de 550 000 clients fortement intéressés** par ces services financiers conformes à leur éthique (sondage IFOP – AIDIMM - IFAAS 06/08), une niche de préférence religieuse dans l’universalité des principes d’inclusion et de justice sociale?

Le développement des fonds immobiliers islamiques : structuration et techniques de financement

L’obligation d’adossement à des actifs tangibles a permis le développement rapide des fonds islamiques qui sont au **nombre de 300 environ aujourd’hui dans le monde** soit un patrimoine évaluée à environ **€ 320 milliards**. De cet univers de fonds islamique, la part que représente l’immobilier est d’environ une soixantaine de 60 fonds, estimé à € 6 milliards d’actifs sous gestion.

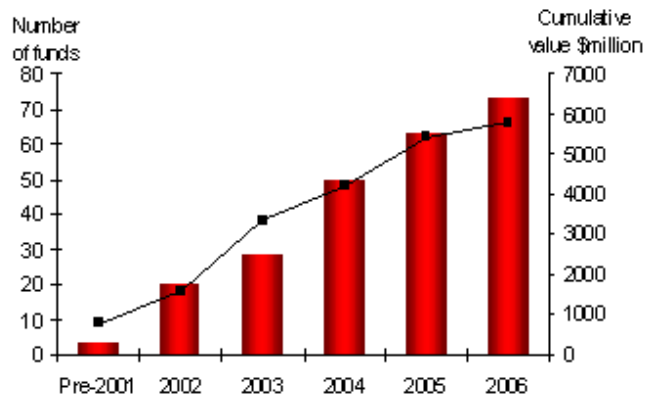


Figure 4: Evolution récente du nombre de fonds islamiques Source : DTZ

Il est intéressant de noter également que concernant **les sukuk**, titres de copropriété ayant les caractéristiques d’obligations adossés à des actifs de rendement, plus d’un tiers d’entre eux émis

⁴ SGAM AI Liquidité Sharia (investi sur des matières premières en achat revente Murabaha) proposé à la clientèle de particuliers, indépendants et PME approuvé par l’AMF en février 2008.

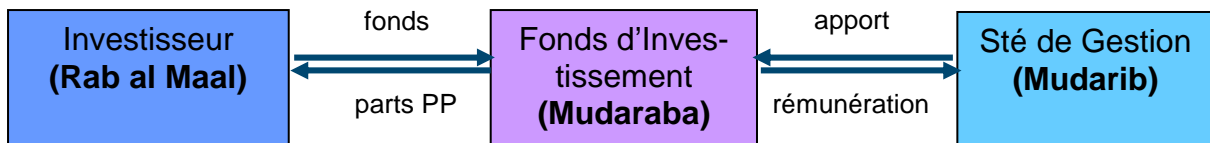
entre 2000 et 2006 était adossé à des actifs liés aux infrastructures, 16% au secteur de l'énergie et 11% au secteur de l'immobilier.

Approche juridique de la constitution des fonds islamiques

Les fonds shari-compatibles s'intègrent parfaitement dans l'industrie de la gestion collective de l'épargne, et notamment dans les juridictions propices à l'innovation financière, laissant une grande liberté contractuelle aux différents acteurs économiques comme c'est le cas pour la France.

Sur le plan juridique, ces fonds islamiques vont faire appel à des structurations largement reconnus contractuellement, en utilisant parfois une **structure mixte de véhicules d'investissement (Mudaraba)** afin de bien séparer les investisseurs (*Rab Al Maal*) de la société de gestion (*Mudarib*) et des différents types d'investissement comme les transactions d'achat-vente, de leasing ou de participation comme en capital risque.

Schéma simplifié d'un contrat de fonds d'investissement :



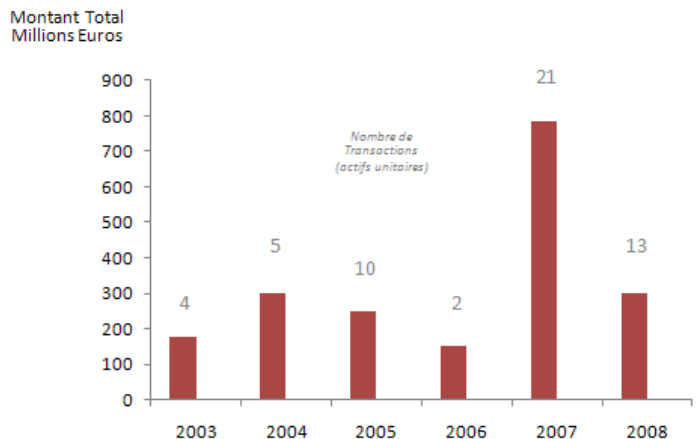
Cette transaction dépend de différentes conditions résumées ci-dessous:

- le capital versé doit être une somme d'argent;
- la part du bailleur de fonds doit être défini au préalable;
- il est interdit de limiter l'activité de la société dans le temps;
- aucun autre contrat ne peut se greffer à celui de la Moudaraba;
- il n'y a pas lieu de restreindre l'objet du contrat à une seule activité;
- aucune des deux parties ne peut se réserver une part du bénéfice avant la répartition.

Ces fonds de mudaraba sont classiquement mis en place comme des fonds d'investissement de droit français (FCP, SICAV, FCPR, OPCI, etc) ou de droit anglais (GPs & LPs) ou même luxembourgeois.

La France : Terre d'accueil des financements immobiliers Sharia-Compatible

C'est dès 2003 que l'on a vu apparaître au sein de l'hexagone les premières transactions immobilières Sharia Compliant. Ces acquisitions d'envergure ont été soutenues ces dernières années par l'appétit grandissant d'investisseurs venus du moyen orient pour le secteur immobilier français. La plus significative certainement est l'opération de Barwa real estate (fonds Qatari) qui a acquis en 2007 le luxueux centre de conférences internationales basé à Paris grâce à une



structuration Sharia Compliant pour la somme de 404 Millions d'euros, revendus ensuite à Qatari Diar afin d'en faire un centre hôtelier et d'affaire haut de gamme en partenariat avec la marque Peninsula.

Le montant des capitaux du Moyen Orient investi ces six dernières années dans l'immobilier et notamment l'immobilier d'entreprise s'élève entre **€ 2 et 3 Milliards pour la France**. La majorité des investissements réalisés a été initiée par des investisseurs islamiques tels que Qatar Islamic Bank, Barwa, Qinvest, Global Finance House et Dubai Islamic Bank. On notera le pic atteint en 2007 où le volume investi en France a représenté près de 5% des placements immobiliers des fonds moyens-orientaux.

La reprise économique attendue dans la zone Euro et plus particulièrement en France permettrait d'accélérer l'engouement déjà marqué de tels investisseurs pour des financements immobiliers Sharia-Compliant, les liquidités du Moyen-Orient

restant assez élevées malgré les soubresauts du prix du baril de pétrole.

Figure 5: Financement Immobiliers Sharia-Compliant en France *Source : DTZ*

Dans le cas d'investissement immobiliers, les deux principaux mécanismes Sharia Compliant utilisés sont la **Murabaha** et l'**Ijara** mais l'émission de **sukuk** pourrait constituer une troisième alternative, les possibilités permises par le code juridique et financier français, notamment avec la fiducie devrait permettre des montages innovants pour l'avenir :

- L'**Ijara** est assimilable à un crédit bail islamique dont la structure avantageuse et flexible autorise le financement d'actifs immobiliers. Le principe du leasing ici consiste à ce que le financement soit pourvu par le bailleur (établissement financier propriétaire du bien au profit d'un preneur (investisseur) qui sous louera l'actif à un locataire permettant de payer les échéances du financement par des loyers sur une base tangible et licite (activités non prohibées). Cependant l'Ijara présente des limites dans la mesure où l'opération peut entrer dans le champ du monopole bancaire et que la durée minimum (à partir de 5 - 7 ans) et pour des montants d'investissement n'excédant pas € 50MM constituent des freins à surmonter pour permettre une utilisation optimale de cet outil.
- La **Murabaha** est une opération simple d'achat –revente qui présente de nombreux avantages dans l'hypothèse de financement d'actifs immobiliers mais surtout des structures de détention (SPVs). Rappelons que dans ce cas, c'est d'abord la banque qui achète le bien et devient ainsi juridiquement le propriétaire (au moins pour un instant de raison) avant de le revendre au client pour un prix déterminé, dont les caractéristiques intrinsèques ainsi que les modalités de paiement sont clairement spécifiés (vente à tempérament incluant la marge d'intermédiation ainsi que le profit dû au titre du différé de paiement soit la valeur économique des intérêts, mais avec un prix total fixe ne pouvant justifier de paiement de retard).

Le schéma ci-dessous présente les mécanismes de financement d'une opération Sharia-Compliant, permettant de séparer le financement conventionnel de sa structuration en opération d'achat-vente (murabaha) ou de leasing en crédit-bail immobilier (ijara wa iktina) :

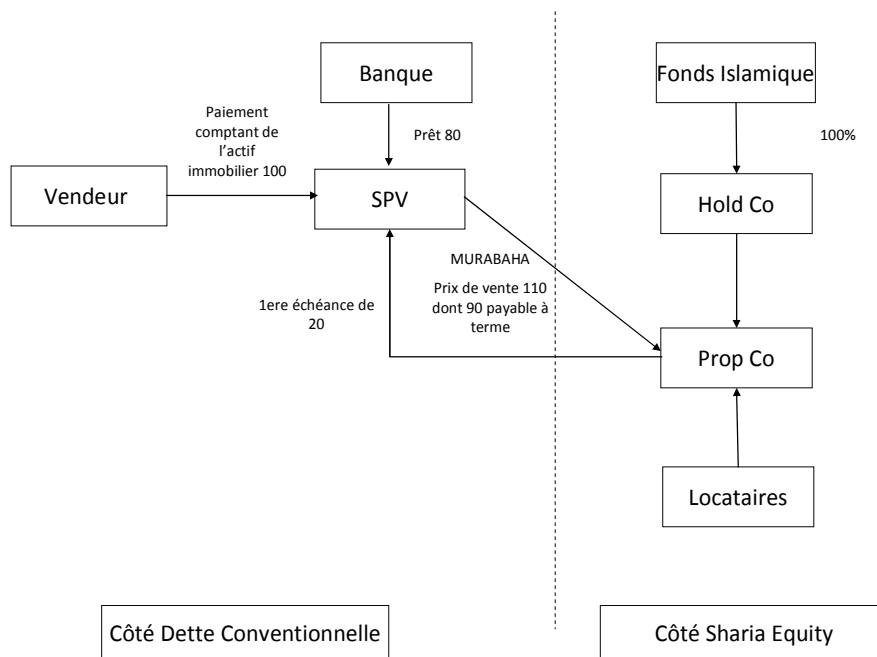


Figure 6: Structure simplifiée de Murabaha
 Source DTZ

Les aspects juridiques et fiscaux

Concernant les garanties consenties à la banque on retrouve celle d'un financement hypothécaire classique : hypothèque, délégation ou nantissement des loyers et des indemnités d'assurances.

Sur le plan fiscal, la SPV acquiert les titres sous le régime prévu à l'article 1115 du CGI de « **marchands de biens** » en vue de bénéficier d'un régime favorable en matière de droits d'enregistrement. Les nouvelles mesures fiscales en faveur de la finance islamique (instruction 4F/09 du 25 février 2009) permettent d'éviter la double mutation à titre onéreux sur les parts de société détenant les actifs immobiliers mais y subsiste un résidu sur les ventes d'actifs directs (0.715% au titre de la TPF). Si les acquisitions se font sous le « nouveau régime » avantageux du marchand de biens spécialement aménagé pour cette cause, les autres conditions d'habitude et de taxation (TVA, taxe professionnelle) sont exonérées. Concernant les plus values immobilières seule la marge sera imposée conformément aux articles 150 et suivants du code général des impôts.

Ces différentes obligations posent encore quelques problématiques en pratique au regard des contraintes propres aux deux corps de règles que sont la Chari'a d'une part et le droit français d'autre part. Cependant la volonté politique marquée et les différents aménagements juridiques et fiscaux récents rendent la place de Paris de plus en plus attractive aux yeux des investisseurs soucieux de la « Sharia-compatibilité » de leur financement d'acquisition notamment immobilière. Les fonds immobilier structurés en France avec certains avantages fiscaux comme les OPCI devront également bénéficier d'un certain intérêt de la part des investisseurs et clients désirant se conformer à l'éthique musulmane.

Les OPCI : véhicules innovants et naturellement Sharia-Compatibles

Dans la grande famille des OPC (Organismes de Placement Collectif), les OPCI viennent compléter l'offre de produits d'épargne immobilière. Positionné par ses promoteurs comme **un véritable instrument de modernisation du marché immobilier à destination des**

investisseurs institutionnels (banques, assurances), à l'instar des produits analogues existants déjà à l'étranger, notamment en Allemagne, au Luxembourg et en Italie. Les particuliers pourront également souscrire des parts ou des actions d'OPCI par le biais de contrats d'assurance vie ou dans le cadre de l'épargne salariale.

L'OPCI se décline ainsi en fonds de Placement Immobilier (FPI) pour ceux désireux d'avoir des revenus fonciers ou en Société de Placement à Prépondérance Immobilière à Capital Variable (SPPICAV). Les OPCI sont gérés par une société de gestion de portefeuille (SGP), ayant un statut d'entreprise d'investissement et disposant des compétences lui permettant de gérer des OPCI ainsi que des SCPI. Elle devra être agréée par l'AMF et devra respecter un certain nombre de conditions.

Les OPCI peuvent juridiquement détenir différents actifs immobiliers : immeubles existants, neufs et anciens, ou en l'état futur d'achèvement. En outre, ces organismes de placement sont habilités à réaliser des travaux ainsi qu'à procéder à des arbitrages sans avoir à respecter une durée minimum de détention. Cependant, les opérations dites « de marchands de biens » lui sont toujours interdites⁵. Mais, à la différence des SCPI, ils peuvent aussi faire construire et, sous certaines conditions, détenir des immeubles par le biais de sociétés, et non seulement en direct. De plus, l'OPCI peut accessoirement être en charge de la gestion d'instruments financiers ou de dépôts pour la poche de liquidité qu'elle doit maintenir.

*Le récent décret juridique (Fatwa) émise par le Sharia Board du Dow Jones Islamic Market précise que la société objet de l'investissement ne doit pas avoir un ratio d'endettement supérieur à 33%. Le strict respect de ce ratio est devenu une vraie pratique de marché.

Les actifs immobiliers sont **considérés comme parfaitement compatibles avec les règles de l'éthique islamique**. Ceci est surtout vrai pour la détention d'actifs immobilier en direct (l'investissement porte sur un bien tangible dont la propriété incombe à l'investisseur) mais aussi pour l'immobilier indirect du moment où ces sous-jacents immobiliers respectent les critères d'investissement et de filtrage éthique empruntés aux indices boursiers Sharia-compliant (comme Le Dow Jones Islamic Market Index, FTSE Sharia,...)

L'endettement concernant les OPCI se font dans une proportion maximum de 40%, **au-delà de la limite autorisée par la sharia à savoir 33%*** de la valeur des actifs sur lesquels portent les investissements. La différence n'est pas dans une proportion insurmontable, il conviendrait d'imposer dans ce genre d'OPCI à vocation sharia-compatible une limite de son effet de levier à hauteur de 33% de la valeur totale du fonds. Ceci devrait être une contrainte reprise par la société de gestion dans son élaboration des critères d'investissement du fonds.

Modulant ces critères d'auto-limitation d'endettement et de filtre des valeurs cotés pour la poche non immobilière des actifs du fonds, on pourrait envisager le développement d'un OPCI sharia-compatible pour le grand public français à développer par une société de gestion de portefeuille ayant son agrément auprès de l'AMF avec un Sharia Board composé par exemple de juristes francophones et internationaux (les plus connus étant Sheikh Nizam Yaqubi, Dr Elgarri, Abu Sattar Abu Ghouddah ou Sheikh Walid Bin Hadi).

Le caractère de conformité à l'éthique islamique pour cet OPCI ne devrait pas poser de problèmes pour l'AMF qui s'est déjà prononcé sur ces caractères extra-financiers pour les OPCVM. En effet, l'AMF a porté une attention particulière sur ces véhicules d'investissement qualifiés de sharia-compatible et ce depuis la mi-2007.

⁵ Par souci de compétitivité face aux véhicules alternatifs Européens, les professionnels de l'immobilier souhaiteraient compléter le dispositif avec les opérations en marchands de biens

Le 17 juillet 2007, l'AMF a en effet délivré un agrément pour un OPCVM se déclarant en conformité avec la loi islamique (tracker ETF développé par la BNPP) dans sa note critères extra financiers de sélection de titres : cas des OPCVM se déclarant conformes à la loi islamique. Et plus généralement, les principes extra financiers en l'occurrence ici religieux sont reconnus opposables et nécessaires pour ces OPCVM conçus pour une clientèle désirant respecter les principes de la Sharia.

Au delà du secteur de la gestion d'actifs et de fonds immobilier, la dynamique de la Finance Islamique en France devrait trouver un écho favorable concernant les besoins de financement de marché du logement, des primo-accédants aux locataires d'HLM désirant aller dans le privé ou plus largement pour des investissements locatifs résidentiels.

Les avantages d'une accession à la propriété sharia compatible

Si, parmi la population française, une part non négligeable ne peut devenir propriétaire, c'est, bien entendu, pour des raisons de solvabilité auprès des banques, mais c'est aussi, bien souvent, pour des raisons (ou préférences) culturelles, voire religieuses, qui suscitent une forte appréhension – voire un rejet - du crédit immobilier classique. Cet état de discrimination de fait n'est évidemment pas de la responsabilité directe des pouvoirs publics ni des banques mais, indirectement, de l'offre mono-produit centrée sur des crédits classiques à intérêt, qui écarte ainsi toute cette clientèle qui souhaiterait avoir une alternative autre que de passer par un taux perçu comme un surplus fixe et prédéterminé payé à la banque sur leur prêt d'argent⁴.

Pour les alternatives, il faut plutôt se pencher sur les mesures en vigueur dans le logement social, avec les différentes mesures avancées pour favoriser l'accession à la propriété, depuis la remise du rapport⁵ de l'ANIL à Gilles de Robien, en avril 2003. Celui-ci semblait ouvrir deux voies intéressantes, à travers la Location-Accession (loi n°84-595 du 12 juillet 1984) et la SCI dite Berke-Sadoun⁶. Cette dernière correspond à une société civile immobilière dans laquelle le locataire prend une participation au capital et rachète au bailleur-vendeur (associé initialement majoritaire de la SCI) les parts correspondant à son bien. Dans ce schéma, l'accédant est locataire du logement, pendant un certain nombre d'années et le bailleur lui propose le bien qu'il occupe avec une valeur d'option, définie dès le départ dans le contrat de location.

Cette formule souple qui permet de « tester avant d'acheter⁶ » n'a pas trouvé un écho favorable chez les aménageurs immobiliers qui ne l'ont pratiquée que de manière marginale à des fins de commercialisation de programmes immobiliers ou des ensembles de logement collectif devenus « invendables » et/ou « ingérables » en copropriété. La SCI Berke-Sadoun n'ayant fait que ce très court chemin, a laissé la place à une nouvelle forme de SCI : la SCIAPP (Société Civile Immobilière d'Accession Progressive à la Propriété), portée par Christine Boutin et présentée par Jean-Louis Borloo, alors ministre du logement, dans le cadre de la loi ENL du 13 juillet 2006.

SCIAPP : Société Civile Immobilière d'Accession Progressive à la Propriété

Cette SCI correspond très exactement au modèle d'accession fondé sur la « *Moucharaka mutanaqissa* » ou « participation dégressive », qui est une technique de financement couramment utilisée dans la finance islamique. Dans cette formule, la SCI a pour objet la détention, la gestion,

⁴ Différentes enquêtes officielles et entretiens informels montrent cette barrière d'accès au financement du seul fait de la présence d'intérêt dans les formules proposées – voir notamment www.aidimm.com avec le sondage IFOP et www.adie.com pour les attentes des entrepreneurs.

⁵ Rapport de l'ANIL : *ibid.*

⁶ Hakim Latrache, thèse professionnelle sur *les formules innovantes d'accession à la propriété*, 2006

et l'entretien des immeubles ayant fait l'objet d'un apport par un organisme d'habitations à loyer modéré (HLM). Une évaluation de ces immeubles par le Service des Domaines permet leur division en fractions destinées à être louées à des personnes physiques dont les ressources ne dépassent pas, à leur entrée dans les lieux, certains plafonds de revenus et à être éventuellement attribuées en propriété aux locataires associés. Ce type de SCI est donc, à l'heure actuelle, réservée au secteur social public.

Principe

- La SCI possède l'immeuble qu'elle divise en lot et loue à des «locataires actionnaires»
- Le capital social est composé en lots divisibles de parts (1 lot = 1 appartement)
- Le locataire actionnaire acquiert, au fur et à mesure du paiement de ses loyers, les parts constituant le lot représentant son appartement
- Le locataire actionnaire ne devient propriétaire de son logement qu'une fois la totalité des parts payées
-

Conditions

- Les locataires actionnaires sont des personnes physiques dont les ressources sont plafonnées (article L.441-1 du CCH)
- Les SCI sont créés par les organismes HLM à compétence locative (article L.411-2 du CCH)

Les parts acquises par un locataire associé peuvent être cédées ou échangées dans les conditions prévues par les statuts. Dans ce cas, celui-ci reste locataire de la SCIAPP ou, en cas de dissolution de celle-ci, de l'organisme HLM concerné. Tout locataire ne devient propriétaire du logement qu'il occupe qu'après avoir acquis la totalité des parts du lot représentatif de son logement. Il ne peut acquérir de parts sociales que s'il est à jour de toutes ses obligations locatives.

Cette attribution en propriété a pour conséquence le retrait de l'intéressé de la société. Ce retrait est constaté par acte authentique signé par les parties. Ce retrait entraîne de plein droit :

- l'annulation des parts du lot représentatif du logement attribué ;
- la réduction corrélative du capital social ;
- la modification des statuts ; et
- l'application au lot cédé du régime de la copropriété défini par la loi n° 65-557 du 10 juillet 1965.

Les SCIAPP bénéficient, par ailleurs, d'une fiscalité particulièrement favorable. Le Code Général des Impôts (CGI) a, en effet, été modifié pour :

- exonérer de TVA les cessions de parts (CGI, art. 261) ;
- assujettir à un taux de TVA réduit à 5,5 % les apports sociaux aux SCIAPP (CGI art. 278 septies) ;
- compléter l'art. 828 afin de soumettre les actes de dissolution et de partage de ces sociétés à un droit fixe d'enregistrement ou à une TPF de €375 porté à €500 (société à capital > €225 000).

Enfin, l'article 1584 ter nouveau du CGI autorise les communes à exonérer de la taxe additionnelle aux droits d'enregistrement ou à la taxe de publicité foncière prévue par l'article 1584 du CGI, les cessions, autres que la première, de chacune des parts représentatives de fractions d'immeubles de la SCIAPP. La même possibilité d'exonération de taxe de publicité foncière ou de droits d'enregistrement est prévue, pour les départements, par l'article 1594 H bis nouveau du CGI.

Dans le principe, la SCIAPP semble être l'outil idéal pour permettre au plus grand nombre, et notamment aux classes sociales les plus modestes, d'accéder à la propriété comme l'a par ailleurs souligné les notaires lors de leur congrès en 2007⁷. Bien que ces SCIAPP ne puissent être mise en place aujourd'hui que par des organismes HLM, il serait tout à fait possible et envisageable de s'inspirer de ce dispositif pour l'élargir au secteur privé. Les modalités d'acquisition de la propriété semblent, par ailleurs, tout à fait conformes aux principes de la finance islamique, dans la mesure où le locataire acquiert la propriété du bien qu'il occupe, non en remboursant à une banque un prêt d'argent assorti d'intérêts, mais en acquérant, progressivement, les parts de la SCI représentatives du lot afférent au logement concerné. Dans le cadre du développement de la finance islamique en France, il sera intéressant de suivre la mise en œuvre pratique de la loi ENL ayant créé la SCIAPP dès 2007 dont les applications font encore défaut aujourd'hui... Ce second souffle nécessaire pour le développement effectif de la SCIAPP viendrait-il de la demande d'accédants attirés par le secteur privé avec, le cas échéant, en contrepartie, des avantages fiscaux sans doute moins intéressants mais en phase avec une certaine équité entre les promoteurs-propriétaires (privés ou publics) et les investisseurs –locataires.

De même, si les autorités veulent accompagner cette dynamique économique - et par certains égards socio-démographique – elle devrait également élargir le régime de crédit bail immobilier pour les particuliers, outil qui faisait la fierté de la France dans les années 60-70 avec le développement des SICOMIE (en faveur du développement des PME) et qui est jalouée dans les pays anglo-saxons. Et si le leasing à la française était porté à ses plus belles lettres, l'immobilier financé par ces outils de gestion des risques partagé, entre le bailleur (privé) et le preneur (particulier) avec transparence (échancier fixe de remboursement de loyer) aligné sur les intérêts de chaque partie (option de rachat à une valeur résiduelle connue) sans toxicité aucune, ni sub-prime, ni sur-prime de promoteurs sans scrupule.

Dorénavant, la Finance Islamique peut certainement **représenter une alternative intéressante à un marché du crédit gelé qui mine aujourd'hui les transactions**. Ce mode de financement pourrait non seulement de tirer les volumes d'investissement sur le marché des transactions en immobilier commercial mais aussi faciliter ainsi l'accès à la propriété et aider à établir un équilibre des prix - la juste valeur qui reflèterait le risque acceptable entre les parties. Des freins restent cependant à lever rapidement : les modalités pratiques reste encore floues et les retours d'expérience modestes, entourés par une certaine défaillance dans la communication autour de cette finance dite islamique : elle ne doit certainement pas rester cantonner à des principes religieux mais à des règles de bon sens, un peu de transparence et d'éthique dans le secteur immobilier qui a été à l'origine de la crise devrait apporter, parions le, un regain de confiance et de bouffée d'air durable.

⁷ «Ce régime d'accession progressive, fractionnée et réversible permettra de donner une solvabilité aux ménages qui ne peuvent - ou n'osent - recourir aux mécanismes financiers habituel [...] dans la perspective du " droit au logement pour tous »

Les fonds souverains, pierres d'angles d'une nouvelle géopolitique de la finance mondiale

Bibliographie :



Arnaud DEPPEN : **Formation** : diplômé de l'EM Strasbourg, titulaire d'un MBA de Case Western Reserve University (Cleveland, USA) et d'un DEA en Finance Internationale de Sciences Po Paris. **Profession** : Analyste Financier. **Autres Activités** : Membre du Comité de Rédaction des "Cahiers du Centre". Administrateur Délégué du Club des Jeunes Financiers

Suspectés de servir des intérêts stratégiques qui pourraient menacer la sécurité économique des pays dans lesquels ils investissent, les fonds souverains étaient, il y a peu de temps encore, majoritairement perçus comme des prédateurs menaçant l'équilibre géopolitique de la finance mondiale. Les injections massives de liquidités opérées par ces fonds dans les organismes financiers occidentaux en 2007 et 2008 semblent avoir profondément modifié la donne. Certains observateurs voient désormais les fonds souverains comme les sauveurs du système bancaire mondial. Alors, anges ou démons ? Dans les faits, la réalité s'avère bien plus nuancée...

La création des fonds souverains remonte à plus d'un demi-siècle (premier fonds créé au Koweït en 1953), mais, du fait de la flambée des matières premières et de l'accroissement des excédents commerciaux en Asie, ce n'est qu'au cours de ces 10 dernières années que leur nombre (75 fonds en activité en 2008, dont la moitié a été créée à partir de l'an 2000) et le montant des actifs gérés (environ USD 3 500 md en 2008 contre environ USD 500 md en 1995) se sont démultipliés de façon exponentielle.

LISTE DES 10 PREMIERS FONDS SOUVERAINS DETENANT PLUS DE USD 100 md D'ACTIFS SOUS GESTION

Pays d'origine	Nom du fonds	Actifs gérés (USD md)	Année de création	Origine des ressources
Fédération des Emirats Arabes Unis - Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	250-875	1976	rente minière
Norvège	Government Pension Fund-Global	373	1990	rente minière
Arabie Saoudite	Saudi Arabia Monetary Agency (SAMA)	289-433	NC	rente minière
Chine	SAFE Investment Corporation	312	NC	excédents commerciaux et budgétaires
Singapour	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	100-330	1981	excédents commerciaux et budgétaires
Koweït	Kuwait Investment Authority (KIA)	213-264	1953	rente minière
Chine	China Investment Corporation (CIC)	200	2007	excédents commerciaux et budgétaires
Chine - Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	152-173	1993	excédents commerciaux et budgétaires
Singapour	Temasek Holdings Private Ltd	134	1974	autres
Russie	Reserve Fund	130	2008	rente minière

Source : adapté de C. Bertin Delacour, "Les fonds souverains - Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale", Eyrolles/Les Echos, avril 2009

Pour autant, la prise de conscience par les pays industrialisés du rôle central joué par les fonds souverains dans l'équilibre de la finance mondiale ne s'est véritablement opérée qu'à compter de la mi-2007, au moment où, face à la crise de liquidités du système bancaire international, le nouveau mot d'ordre des salles de marché était devenu : "Shanghai, Mumbai, Dubai or goodbye!"⁷.

Entre mi-2007 et mi-2008, les fonds souverains ont en effet globalement injecté un montant total de près de USD 100 md dans plusieurs institutions financières en difficultés (voir tableau ci-après). Si l'on compare ce montant à la somme de USD 1.7 md engagée au total dans diverses institutions financières occidentales sur l'ensemble de l'année 2006, il est indéniable que les fonds souverains se sont montrés particulièrement actifs dans les premiers temps de la crise financière.

PRINCIPALES PRISES DE PARTICIPATIONS DES FONDS SOUVERAINS DANS LES INSTITUTIONS FINANCIERES OCCIDENTALES EN 2007/2008

Date	Fonds (pays)	Institutions financières (pays)	Montants en USD md
2007			
2 mai	ICD (Dubai)	HSBC (Royaume-Uni)	1,20
Juin	CIC (Chine)	Blackstone (Etats-Unis)	3,00
23 juillet	CDB (Chine)	Barclays (Royaume-Uni)	environ 3.00
23 juillet	Temasek (Singapour)	Barclays (Royaume-Uni)	environ 1.99
22 septembre	Mubadala Development Fund (Abou Dhabi)	Carlyle (Etats-Unis)	1,35
26 novembre	ADIA (Abu Dhabi)	Citigroup (Etats-Unis)	7,50
Décembre	CIC (Chine)	Morgan Stanley (Etats-Unis)	5,00
17 décembre	GIC (Singapour)	UBS (Suisse)	environ 10.00-11.00
24 décembre	Temasek (Singapour)	Merril Lynch (Etats-Unis)	5,00
24 décembre	Korean IC (Corée du Sud)	Merril Lynch (Etats-Unis)	2,00
26 décembre	Temasek (Singapour)	Standard Chartered (Royaume-Uni)	1,40
2008			
15 janvier	Kuwait IA (Koweït)	Merril Lynch (Etats-Unis)	2,00
15 janvier	GIC (Singapour)	Citigroup (Etats-Unis)	6,88
15 janvier	Kuwait IA (Koweït)	Citigroup (Etats-Unis)	3,00
18 février	QIA (Qatar)	Crédit Suisse (Suisse)	0,60
Juillet	Temasek (Singapour)	Barclays (Royaume-Uni)	environ 0.33
Juillet	QIA (Qatar)	Barclays (Royaume-Uni)	environ 2.85
Juillet	Challenger (Qatar)	Barclays (Royaume-Uni)	environ 0.86
Juillet	Temasek (Singapour)	Merril Lynch (Etats-Unis)	3,40
16 octobre	Qatar Holding (Qatar)	Crédit Suisse (Suisse)	environ 8.80
Novembre	Qatar Holding (Qatar)	Barclays (Royaume-Uni)	environ 11.40

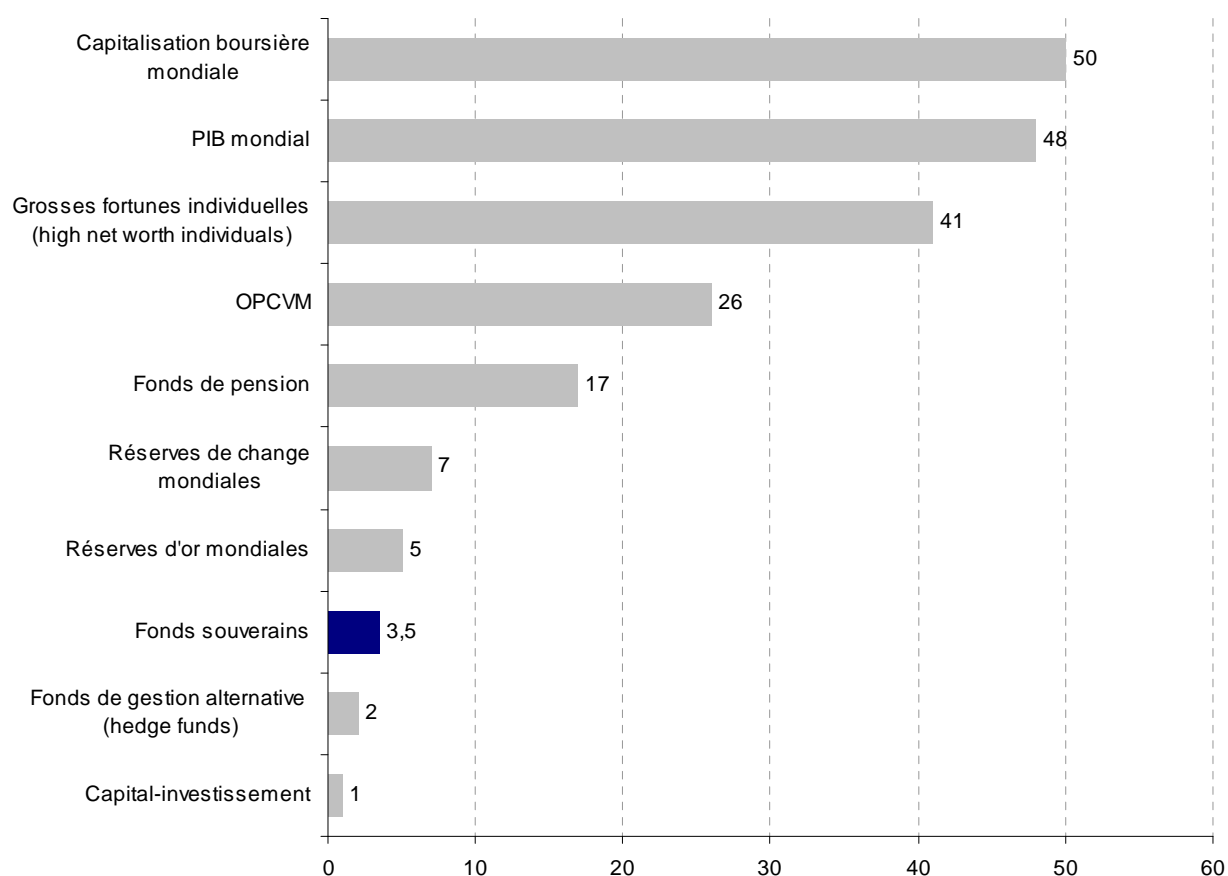
Source : B. Blancheton et Y. Jégourel, "Les fonds souverains : un nouveau mode de régulation du capitalisme financier ?", *Revue de la régulation [En ligne]*, n°5 | 1er semestre 2009, mis en ligne le 11 juin 2009.
URL : <http://regulation.revues.org/index7500.html>

Au-delà de l'intérêt objectif que pouvaient avoir les fonds à une diminution de la crise pour maintenir les exportations (fonds d'excédents commerciaux et budgétaires) ou soutenir la consommation de pétrole (fonds de rente minière), on peut toutefois douter que ces prises de participations massives trouvent leur principale motivation dans la volonté de se porter au secours du système financier mondial.

⁷ Rapporté par le *New York Times*

Non seulement les fonds souverains n'ont jamais eu pour objectif avéré de sauver la finance mondiale, mais compte tenu de l'ampleur de la crise et de leur poids somme toute relativement limité par rapport à l'ensemble de l'univers financier (voir graphique ci-après), ils n'auraient pas pu prétendre à ce statut. Si les fonds souverains se sont indéniablement distingués par leur capacité à mobiliser rapidement d'importantes liquidités et que cela a pu avoir un effet stabilisateur durant la première phase de la crise, les sommes investies par leurs soins s'avèrent toutefois relativement faibles au regard des montants engagés ensuite par les autorités américaines et européennes dans les plans d'aides d'urgence au secteur financier. En octobre 2008, le plan Paulson s'élève ainsi à USD 700 md aux Etats-Unis, tandis que les principaux pays la zone euro et la Grande-Bretagne conviennent de débloquer environ EUR 1 700 md sous forme de recapitalisations et de garanties publiques.

Poids relatif des fonds souverains dans l'univers financier mondial
(Actifs sous gestion en milliers de USD md, chiffres 2006-2007)



Source : adapté de Deutsche Bank Research (2008) et Morgan Stanley (2008)

En réalité, l'activisme dont ont fait preuve les fonds souverains dans les premiers temps de la crise témoigne davantage d'une forme de "prédisposition génétique". En effet, privilégiant des stratégies d'investissement passives et de long terme, les fonds souverains sont sans doute davantage prédisposés que d'autres catégories d'investisseurs institutionnels à jouer un rôle stabilisateur en période de tension financière. L'absence à court et moyen termes d'engagement contractuel de passif permet aux fonds souverains de mobiliser rapidement des moyens financiers

importants pour acheter des actifs a priori sous-évalués et avec un risque élevé de moins-value à court terme, mais présentant un potentiel de revalorisation et de plus-value à long terme.

Si les fonds souverains ont pris des participations massives dans le domaine financier, c'est donc que, conformément aux fondements même de leur stratégie d'investissement, nombre de fonds considéraient au début de la crise que les organismes financiers étaient sous valorisés et qu'il convenait de ce fait d'y prendre des participations dans la perspective de réaliser des plus-values à long terme.

Cette stratégie d'acquisition opportuniste trouve également son expression dans le fait que les fonds souverains ne sont pratiquement pas intervenus dans la seconde vague de la crise financière, après avoir constaté en octobre 2008 que la valeur de marché des banques dans lesquelles ils avaient investi avait chuté de 20% à 66% par rapport à leur prix de revient initial.

Echaudés par les pertes subies en Europe et aux Etats-Unis, les fonds souverains entendent désormais se recentrer sur leur marché domestique et veulent déplacer leurs investissements de la finance vers les matières premières et l'énergie. Le fonds chinois CIC (China Investment Corp.) a ainsi récemment annoncé son entrée dans le groupe hongkongais Noble, spécialisé dans les produits agricoles, et dans PT Bumi Resources, un opérateur indonésien spécialisé dans les mines et l'énergie, pour un montant global de USD 2.75 md.

Les fonds souverains ne sont pas devenus davantage des anges qu'ils n'étaient des démons avant la crise. Si leurs interventions se sont avérées bénéfiques voire même décisives pour boucler certaines opérations de refinancement aux premières heures de la crise, les fonds souverains ne sont jamais sortis de leur rôle. Ni anges, ni démons, ils témoignent plus prosaïquement de l'émergence d'un monde financier multipolaire dans lequel s'opère une inversion des rapports de force économique.

Oui à un grand emprunt...participatif

Anass PATEL

La question qui semble agiter les milieux économiques et financiers parisiens consiste à savoir si la France peut se permettre de lever un nième grand emprunt national ? A fort coup de rappel concernant les précédentes initiatives qui n'ont pas toutes données satisfaction, montrant en substance que le contribuable au final ne doit pas être les dindons de la farce.

De notre point de vue, il ne s'agit pas de savoir qui subit le poids de la dette, dès lors que la nécessité de s'endetter a été justifié - essentiellement pour des besoins d'investissement sur de nouveaux projets d'avenir et non pas de besoins de fonctionnement - mais bien de savoir comment rendre les modalités de cet emprunt le plus équitable voir éthique possible, sur un mode participatif entre les différentes parties prenantes.

Si les banquiers ne sont pas en odeur de sainteté ces temps-ci – l'opprobre des responsables politiques à leur encontre est en partie justifiée, surtout eu égard aux récentes annonces de nouvelles pratiques de bonus garanties sur plusieurs années- ils continuent et doivent continuer à jouer un rôle essentiel dans le fonctionnement de l'économie à savoir un rôle d'intermédiation. Mais il est un fait, qu'avec la violente crise économique qui a asséché les liquidités des banques et des circuits financiers en général, les établissements financiers ne vont plus se mettre à jouer suffisamment ce rôle de courroie de transmission dans les rouages de l'économie. Doit-on s'attarder sur la réalité des choses, que les banquiers sont trop occupés à s'occuper de leurs propres intérêts avant de s'intéresser à l'économie en général, et à l'économie réelle en particulier. D'où le nécessaire volontarisme de l'Etat, pour relancer la machine sur des projets ambitieux, des grands projets d'infrastructure au financement des PME selon une approche très pragmatique et très transparente.

Car ce que nous a appris la crise, c'est bien qu'on doit tourner la page des pratiques anciennes, avec ses conséquences connues et qui sont au moins triple : la non transparence des produits (ne plus savoir si on vend un bien réel ou virtuel, une monnaie papier avec des droits certains ou du papier de singe, des dérivés de crédit puissance 2 dont on a du mal à détricoter leurs fondements en dehors de l'admirable formule mathématique...) ne servent ni le monde de la finance et encore moins à l'économie réelle ; le transfert systématique des risques des prêteurs vers des investisseurs lointains avec de substantielles marges à la clé pour les « structureurs » n'a de sens économique qu'à la hauteur de leur vision purement mercantile et court-termiste ; l'inégalité de traitement entre prêteurs et emprunteurs avec des garanties et cautions à tous les étages en faveur des premiers imposant aux seconds aucun écart même de bon sens pour réagir par rapport aux trous d'air que peuvent subir tout entrepreneur dans son développement.

Ainsi, concernant notre grand emprunt, il est nécessaire qu'il permette d'oxygéner l'économie réelle, en faveur des entrepreneurs de la vraie économie (pas seulement numérique), au moyen d'instruments financiers simples sans toxicité. Et la France a une réelle opportunité pour transformer ce grand emprunt en une réussite économique pour tous : utiliser les prêts participatifs pour financer des projets économiques et autres investissements d'infrastructure avec une exigence sur l'égalité d'accès de cette manne financière aux différents acteurs économiques (PME, gazelles, etc) et un alignement des intérêts des uns et des autres sur des résultats concrets avec un réel partage des risques (selon l'adage anglais « no pain, no gain »).

En effet, les prêts participatifs, institués par la loi no 7-741 du 13 juillet 1978 relative à l'orientation de l'épargne vers le financement des entreprises, visaient à contribuer à l'amélioration du niveau des fonds propres des PME/ PME en accordant des prêts qui ne seront pas inclus dans l'endettement du point de vue de l'analyse financière et qui ne nécessiteraient pas une modification du capital social⁸.

Ces prêts participatifs ou leur équivalent anglo-américain « subordinated loans », sont des instruments financiers hybrides, avec des vertus fiscales des outils de dette (la charge financière est traitée comme une charge comptable) et des comportements de titres de capital dont la rémunération peut être indexée sur des résultats tangibles calculés à posteriori de leur réalisation. En clair, le prêt participatif permet d'engager le prêteur dans l'économie réelle de l'opération qu'il finance tout en permettant à l'emprunteur de prendre un risque financier mais assis sur sa capacité de délivrer des résultats tangibles. L'obligation de résultat est toujours du côté de l'emprunteur mais mieux aligné sur la réalité économique (exogène) et sa capacité opérationnelle (endogène), ce qui en fait un outil de partage de la valeur (réelle) plus équitable pour les acteurs économiques.

Mais quel intérêt à ce que l'Etat et par extension les contribuables favorisent un tel emprunt, plus risqué et plus dépendant des facteurs endogènes d'une entreprise ? Les raisons essentielles tiennent en deux mots : éthique et responsabilisation, en résonance avec les maux du capitalisme financier qui ont trop marqué les esprits mercantilistes de ces dernières années. Ce dont le nouveau capitalisme, entrepreneurial selon les vœux du Président Sarkozy, doit démontrer, ce sont d'une part des pratiques éthiques, avec alignement des intérêts des différentes parties dans leurs relations contractuelles et commerciales (selon des principes de transparence et d'équité), et d'autre part une responsabilité morale qui impose que les systèmes financiers soient davantage au service de l'homme, avec des partages des risques et de la valeur sur un mode dynamique dans le long terme (sans transfert des risques systématiques).

Cependant, il ne faut pas tomber dans un angélisme béat en supposant que ce grand emprunt participatif permettra de résoudre les problèmes de solvabilité et de risques opérationnels des différents projets ou PME bénéficiaires. Nonobstant le caractère éthique de l'approche du financement, une vraie politique de gestion des risques doit être mise en place, tout projet doit répondre à des règles strictes de bonne gestion et de discipline financière.

Pour ce faire, l'Etat dispose de quelques organismes tout à fait adéquat pour mettre en place ce grand emprunt participatif devant faire appel aux bonnes règles de gouvernance dans les décisions de prise de participation au capital des PME et de leur gestion de long terme afférente (et notamment de la sortie du capital une fois la structure financière de l'entreprise plus solide et autonome). Le Fonds Stratégique d'Investissement (FSI), avec sa vocation stratégique et accompagnatrice des futurs leaders nationaux et internationaux devrait pouvoir initier un faisceau de bonnes pratiques dans la gestion éthique de cet emprunt national avec ses modalités participatives et économiquement rentables.

En conclusion, la crise nous impose de revoir nos schémas bien établis en matière de financement, liés en partie aux pratiques de portage de risque mais également aux pratiques contractuelles entre prêteurs et emprunteurs. Les prêts participatifs constituent en cela un outil fort intéressant à mettre dans la main de tous les gouvernants s'efforçant de résoudre les problèmes de renflouement de capitaux de l'économie réelle et de partage de la valeur (des profits et des pertes) équitable entre épargnants et contribuables. Et si le capitalisme devait être plus

¹ Chucru Joseph Serhal, *Les prêts participatifs à l'heure de la finance islamique* dans *Revue Banque Stratégie*, novembre 2007

moral, n'est-ce pas le rôle de l'Etat de montrer l'exemple par ce grand emprunt...participatif à plus d'un titre, dans ses objectifs - investir dans les structures de croissance de demain, et dans ses modalités – investir de façon transparente et équitable en se rémunérant sur des résultats économiques tangibles et non purement financiers.

Le 5 août 2009

* * *

Synthèse sur le rapport de la Commission sur la mesure des performances économiques et du progrès social

Bibliographie :



Jennifer COLMAIRE, **Etudes** : Maîtrise d'économie, Université Paris-1 Panthéon-Sorbonne. Ecole Normale Supérieure d'Ulm – préparation à l'agrégation de sciences économiques et sociales. Agrégé de Sciences économiques et sociales (2001).
Activités : Professeur d'économie au Lycée Félix Faure de Beauvais depuis 2003.
Publication : « La banlieue en morceaux : la crise des lotissements défectueux en France dans l'entre-deux guerres », Créaphis, 2000.

La commission sur la mesure des performances économiques et du progrès social vient de publier son rapport (le 15 septembre), transmis entre autre au chef de l'Etat. Cette commission, dirigée par deux Prix Nobel d'économie, Joseph STIGLITZ (2001) et Armatya SEN (1998), et Jean-Paul FITOUSSI, avait pour mission de réfléchir sur les moyens de créer de nouveaux indicateurs statistiques (ou, au moins, améliorer ceux existant) permettant de mieux mesurer les «performances économiques» et le « progrès social », en intégrant notamment tout un ensemble de dimensions qualitatives qu'ignorent les indicateurs actuels, et en particulier celui de référence, à savoir le PIB.

Il ne s'agissait pas pour cette Commission de créer un nouvel indicateur mais plutôt de discuter sur les limites des statistiques utilisées actuellement et de prolonger la réflexion pour proposer des pistes d'amélioration de ces statistiques, de « stimuler de plus amples discussions ». L'objectif final serait de produire des statistiques reflétant mieux la réalité (sur la croissance économique, le bien-être et le développement durable) pour que les pouvoirs publics puissent mener des politiques plus adéquates et efficaces pour accroître le bien-être globale de la population (car une mauvaise mesure statistique engendre une mauvaise politique).

Cet objectif a conduit la Commission à faire un état des lieux des indicateurs actuels sur la croissance, le progrès social et le développement durable. Elle met en lumière la difficulté de définir ces notions et les différents défauts de construction de ces indicateurs (objet de la 1ère partie) avant de les analyser plus précisément et de proposer des solutions d'amélioration (2nde partie).

Dans la 1ère partie, elle montre avant tout l'ensemble des faiblesses du PIB, alors qu'il reste l'Indicateur de référence pour mesurer la croissance et, par défaut, la qualité de vie des individus. Or, pour ne prendre que quelques exemples, il ne prend pas en compte la production domestique (qu'il faudrait «monétariser» en leur attribuant les prix du marché), les impacts de la production sur l'environnement (notamment les externalités négatives telles que la pollution), les dépréciations du capital, ni l'origine de la hausse du PIB (une catastrophe naturelle améliore le PIB car elle accroît la production pour reconstruire mais détériore les conditions de vie). De même, il mesure mal les services publics (mesurés à leur coût de productions) alors qu'ils prennent une place prépondérante dans nos sociétés tertiarisées. Il n'intègre pas non plus les

changements de qualités des produits, et ne raisonne qu'en « moyenne », masquant ainsi les inégalités de répartitions de richesses.

Bref, cet indicateur reste avant tout un indicateur quantitatif de richesses produites, sans inclure des dimensions plus qualitatives telles la santé, l'éducation, la participation à la vie politique, les inégalités de répartitions de revenus, les liens sociaux, l'insécurité économique et physique, ou l'environnement présent et futur, qui renvoient directement aux notions de bien-être et de développement durable ; autant de dimensions que souhaite inclure la Commission dans les futurs indicateurs de référence, en y intégrant par ailleurs des aspects subjectifs (jugement personnel des individus de leur qualité de vie) et pas seulement objectifs.

Par conséquent, pour mesurer les performances économiques et le bien être, on ne peut se réduire à au seul indicateur du PIB. C'est pourquoi, dans la seconde partie du rapport, la Commission propose d'établir un ensemble restreint d'indicateurs distincts, incorporé dans un tableau de bord simple et concis.

Dans celui-ci, il y aurait un premier indicateur économique fondé sur l'analyse de variations de stocks. Il inclurait à la fois le capital économique, le capital humain, le capital environnemental et le capital social ainsi que les interactions entre eux. Cette pluralité de capitaux permettrait d'intégrer enfin les dimensions du bien-être et du développement durable.

Plus précisément, dans le capital économique, il s'agirait par exemple de ne plus raisonner en termes de revenus des ménages, trop imprécis en matière d'inégalités, mais de focaliser davantage sur leur consommation totale en distinguant consommations individuelles et collectives. Dans le capital environnemental, il faudrait prendre en compte les impacts environnementaux sur les conditions de vie, ainsi que l'accès aux services environnementaux (ex : l'eau salubre, traitement des eaux) ou l'accès aux informations sur l'environnement. Enfin, dans le capital social, on intégrerait des aspects non monétaires tels que la confiance sociale, l'isolement social, les engagements religieux ou encore l'implication sur le lieu de travail.

Par ailleurs, en raisonnant en termes de stocks, on corrigerait l'écueil du PIB concernant une catastrophe naturelle, puisque cette dernière se traduit par une perte de capital, et par conséquent une détérioration du bien-être.

Ensuite, ce tableau de bord serait composé d'un ensemble limité d'indicateurs sur la soutenabilité de la croissance (incluant la qualité de la vie et le développement durable). Mais les difficultés sont multiples.

Tout d'abord, la notion de qualité de vie repose sur une multitude de critères non monétaires tels que la santé, l'éducation, les activités personnelles, le logement, la représentation politique ou les liens sociaux, qui sont difficilement mesurables. Mesures d'autant plus difficile que d'une part, la perception subjective peut s'éloigner des résultats objectifs, et d'autre part tous ces aspects sont souvent interdépendants. Les individus cumulent souvent les handicaps ou les avantages. Or, comment mesurer cet effet cumulatif ?

Ensuite, la mesure du développement durable n'est pas plus aisée. En effet, elle repose le plus souvent sur des projections, donc des anticipations, par définition incertaines, compte tenu des incertitudes technologiques et de l'imprévisibilité appréciations accordées par les générations futures sur certains aspects de l'environnement. De même, ces indicateurs de la soutenabilité devraient être monétaires pour faciliter les interprétations. Mais cela suppose, compte tenu des connaissances scientifiques actuelles, que ces statistiques monétaires ne reposent que sur les aspects économiques de la soutenabilité. C'est la raison pour laquelle la Commission suggère de

prendre en considération l'empreinte carbone comme modèle d'indicateur, malgré ses défauts. Par ailleurs, la question environnementale ne peut se poser au niveau national. L'interdépendance mondiale dans ce domaine oblige à raisonner en terme de soutenabilité globale, puisque la décision de chacun en matière environnementale impacte tout le monde, par delà les frontières.

C'est pourquoi la Commission suggère un ensemble d'indicateurs plutôt qu'un seul. Elle a conscience qu'une agrégation trop poussée des statistiques nuirait à la bonne compréhension et interprétation de celui-ci, au risque de retomber dans les écueils du PIB.

En définitive, l'objectif de ces indicateurs, malgré leurs imperfections, serait avant tout, selon la Commission, d'envoyer des messages d'alerte aux pouvoirs publics concernant la non-soutenabilité économique de la croissance, due par exemple à une insuffisance d'investissement en éducation ou un faible taux d'épargne.

Cela suppose évidemment une production beaucoup plus riche et régulière de statistiques qui sont actuellement insuffisantes pour élaborer les indicateurs que suggère la Commission. De même, cela suggère également une harmonisation au niveau international de la construction des statistiques pour faciliter les comparaisons. On en est loin.

* * *