

8- LA FINANCE PEUT-ELLE SE PASSER D'ACTIONNAIRES ET DE CRÉANCIERS ?

d'actionnaires → les coopératives
de créanciers → la finance islamique

I- GOUVERNANCE DES COOPÉRATIVES

- 1- cycle de vie d'une coopérative
- 2- avantages comparatifs des banques coopératives
- 3- gouvernance des banques coopératives
- 4- les conséquences d'une gouvernance inefficace
- 5- éléments de conclusion

II- LES PRODUITS FINANCIERS ISLAMIQUES

- 1- les principes de base de l'activité des banques islamiques
- 2- produits financiers islamiques
- 3- quelques données
- 4- la finance islamique, une finance sans dette ?

I- GOUVERNANCE DES COOPÉRATIVES

Structure Coopérative \neq Propriété Externe

(1) définir une « firme »

théorie fondée sur la notion-clé de *droits de contrôle résiduel sur les actifs non-humains* (Hart, Moore, Grossman, 1986-1995)

une firme est définie par ses actifs non humains

- corporels : localisation physique, équipements
 - incorporels : règles de fonctionnement, réputation...
-
- coûts de transaction (information, négociation) \Rightarrow incomplétude des contrats
 - importance de l'allocation de l'autorité et du contrôle (décisions non régies par le contrat initial) : le *propriétaire* est titulaire des droits de contrôle résiduel sur les actifs (pour décisions non régies par le contrat initial)
 - une distinction des droits de *contrôle résiduel* est préférable à une distinction des droits sur les *revenus résiduels* (une coopérative sans but lucratif n'a pas de profit : la question de son partage est sans objet)

(2) Ainsi, définir une structure coopérative

structure coopérative : *les membres ont le contrôle sur les actifs, et prennent leurs décisions démocratiquement selon le principe « un membre, une voix ».*

distinguée de

propriété externe : *des propriétaires externes ont le contrôle sur les actifs et maximisent le profit.*

Caractéristiques des coopératives : <http://www.ica.coop/fr/>

- liberté d'association (sous réserve de qualification), de sortie → base variable
- non-transférabilité de l'adhésion → pas de marché pour les parts
- structure démocratique → un vote / personne, qq soit investissement personnel
- distribution restreinte des profits
- propriété restreinte au capital nominal → ne s'étend pas aux réserves, à l'actif total
- objectif = intérêt général des membres (et non maximisation du profit)

Dans le secteur financier : plutôt des « coopératives de consommateurs »

1- CYCLE DE VIE D'UNE COOPÉRATIVE

Naissance :

- les marchés et institutions existants ne satisfont pas les aspirations des gens (période de besoin, crise sociale, conflits de classes sociales)
- engagement personnel des membres (volontariat, contributions financières) → problèmes de gestion et gouvernance
- succès dépend du degré de compatibilité des objectifs des membres, à la capacité à mieux servir leurs intérêts

Adolescence :

- accumulation de ressources humaines et financières, organisation + complexe
- professionnalisation du management
- la question de l'efficacité prend de l'importance : recherche d'économies d'échelle, constitution de réseaux
- accroissement de la distance entre gestionnaires et membres
- les salariés deviennent une nouvelle catégorie de parties prenantes

Maturité

- loyauté non transmissible à la génération suivante
- compétitivité de l'offre de produits et services devient un enjeu de fidélisation
- affaiblissement de l'idéologie collective
- divergences d'intérêt entre membres, salariés, dirigeants
- adoption de procédures managériales analogues à celles de sociétés anonymes

2- AVANTAGES COMPARATIFS DES BANQUES COOPÉRATIVES

érosion des avantages comparatifs initiaux, apparition de nouveaux

Avantage n°1 : prévenir les comportements opportunistes des emprunteurs

- les coopératives de consommateurs sont moins efficaces dans la gestion des asymétries d'information favorables aux consommateurs
- c'est l'implication des membres, leurs liens resserrés, qui donnent aux banques coopératives un avantage
- accroissement de la taille, distanciation entre/avec les membres, assurance des dépôts, développement de la réglementation bancaire → érosion de l'avantage comparatif

Avantage n°2 : mieux identifier et servir les besoins des consommateurs

- les coopératives sont mieux à même de maximiser le surplus des consommateurs
- des inefficiences peuvent provenir de l'asymétrie dans la distribution des préférences des membres : « un membre, une voix » → membre médian (coop) \neq membre moyen (max surplus total) \neq membre marginal (max ventes ou profit)
- l'implication des membres-clients dans le processus de décision donne un avantage aux banques coopératives
- l'avantage semble perdurer malgré la distanciation avec les membres (accroissement de la taille) : cf. part de marché sur le segment-cible (ex. des agriculteurs)

Avantage n°3 : les coopératives ont un coût du capital plus bas

- les coopératives ont besoin de rémunérer seulement les parts des membres
- la dotation intergénérationnelle n'est pas rémunérée (réserves)
- la rémunération des parts est basse (pas d'objectif d'investissement, réglementation)
- le profit est incorporé au produit (vendu à un prix inférieur au « prix de marché »)
- Bâle 2 réduit le besoin en capital de la banque de détail → l'avantage s'estompe

Avantage n°4 : les coopératives ont des positions fortes dans la banque de détail

- cf. avantage n°2
- les clients-membres sont plus loyaux
- mais l'abondance d'offres alternatives accroît la multibancarisation
- les coopératives ont une base de clientèle restreinte → leur sort est intimement lié à celui de la base

Avantage n°5 : les banques coopératives ont un réseau d'agence plus dense

- réseau relativement plus rural que celui des banques commerciales en France
- permet de maintenir la position dans la banque de détail
- génère des coûts fixes élevés
- avantage (présence physique, proximité géographique) moins pertinent dans un contexte de développement multicanal

Avantage n°6 : les coopératives ont des employés plus loyaux, mais une moindre capacité à payer les talents

- employés – membres
- culture et capital humain spécifiques, possibilité de carrière locale, proximité avec les clients
→ moindre mobilité externe
- investissement dans la formation plus rentable pour l'entreprise
- formation interne plutôt que recrutement externe
- structure de salaire plus plate → plus difficile d'attirer les « talents » extérieurs
- des lignes d'activité plus sophistiquées sont développées dans le cadre de filiales SA

Avantage n°7 : les banques coopératives ont une forte capacité à retenir les dépôts

- cf. avantages n°2, n°4, n°5
- niveau de liquidité confortables, ratio dépôts/prêts élevés, prêteuses nettes sur le marché interbancaire
- compense un désavantage comparatif dans la capacité à lever des fonds sur les marchés (pour des petites coopératives, à cause de l'activité de détail se prêtant moins au réescompte et à la titrisation...)

Avantage n°8 : les banques coopératives sont mieux à même d'établir la confiance des clients

- avantage des coopératives de consommateurs dans des situations d'enfermement propriétaire (« *lock-in* » : incapacité à quitter une relation de long terme, asymétries d'information et pouvoir de marché en faveur de l'entreprise)
- complexification des produits financiers → importance de la confiance
- l'augmentation de la taille, les stratégies de croissance et de diversification, rapprochent le comportement des coopératives de celui de banques commerciales et risquent d'éroder cet avantage-confiance

3- GOUVERNANCE DES BANQUES COOPÉRATIVES

dimension externe : séparation de la propriété et du contrôle → *problème d'agence*

- le dirigeant est mandaté par et doit agir dans l'intérêt des actionnaires dans un système de propriété actionnariale
- le dirigeant doit tenir compte des intérêts de l'ensemble des parties prenantes dans les coopératives (clients, employés...)
- les conseils et les auditeurs externes ont un rôle important
- la dispersion de l'actionnariat pose problème : action collective (passager clandestin) et représentation de la diversité

dimension interne : s'assurer que les employés mettent en œuvre les décisions des dirigeants et agissent dans l'intérêt de l'entreprise.

3.1 - Enjeux de gouvernance

Enjeu n°1 : les dirigeants d'une coopérative sont les gardiens d'une dotation intergénérationnelle sans propriétaire

- les membres ne reçoivent que la valeur nominale de leur part s'ils quittent la coopérative (réglementation)
- en cas de liquidation, tout surplus est reversé à une autre coopérative ou une association caritative
- les membres n'ont pas de droit légal sur la valeur nette de la coopérative
- les membres sont essentiellement usufruitier de cette valeur nette, qu'ils devront transmettre à la génération suivante de membres

Enjeu n°2 : les dirigeants doivent veiller aux intérêt d'une diversité de partie-prenantes

- membres-clients actuels, qui peuvent avoir des points de vue différents (déposants, emprunteurs)
- membres futurs, dont le « lien commun » spécifique n'est plus clairement défini, et qui sont, par définition, absents
- membres-employés

Enjeu n°3 : les mécanismes de gouvernance conçus pour de petits groupes, aux liens resserrés, doivent être utilisés par des grands conglomérats

- les problèmes de passager clandestin dans l'action collective (surveillance) sont inévitable dans les grandes coopératives

Enjeu n°4 : les forces de marchés ne contribuent pas systématiquement à une bonne gouvernance des coopératives

- pas d'incitations via politiques de rémunération indexées sur la progression des cours (ex : stock-options)
- moindre contrôle via des exigences de communication strictes pour les entreprises cotées, et un suivi par des analystes financiers
- pas de discipline et de sanction via mécanismes de baisse des cours (signal de mauvaise gestion → sanction/éviction des équipes dirigeantes) et d'offres publiques d'achat (*Wall Street Walk* : mauvaise gestion → vente actions → baisse des cours → OPA → remplacement des équipes dirigeantes)
- les grandes coopératives peuvent rechercher l'exposition à la « discipline de marché » en émettant des titres de dette, en introduisant en bourse les actions d'une filiale...

3.2- Mécanismes de gouvernance

3.2.1- Mécanisme de base : élection d'un conseil de surveillance représentant les intérêts des membres

déficience générale : les conseils sont souvent insuffisamment indépendants des dirigeants (problèmes de surveillance du surveillant, de risque de collusion entre l'agent et le surveillant délégué)

déficiences spécifiques aux coopératives :

- **problème de démocratie participative** : voter exige un effort disproportionné à l'influence de la voix (dans une SA, les gros actionnaires ont une influence...)
 - participation globalement faible des membres aux assemblées annuelles
 - participation active de membres ayant un intérêt particulier fort (ex : membres-employés)
 - procurations accordées au président du conseil
 - légitimité démocratique limitée et biais en faveur d'une catégorie de membres

– **problème de composition des conseils :**

- auto-sélection des candidats (faible incitation à se porter volontaire)
- candidatures au conseil proposées par les dirigeants
- membres non-spécialistes → passifs dans la surveillance (d'autant plus que les activités deviennent plus complexes)

– **problème de mesure de la performance :**

- pas de mesure simple (comme le profit)
- multiplicité des objectifs (diversité des membres)

3.2.1- Mécanisme complémentaires : problèmes spécifiques aux coopératives

Ces mécanismes complémentaires ne fonctionnent pas toujours pour les coopératives.

– **marché du contrôle**

- non-transférabilité des parts → pas d'OPA hostile (cf. enjeu n°4)

– **actionnaires de bloc** (blockholders)

- n'existent pas dans les coopératives
- peuvent avoir des intérêts divergeant de ceux des « petits porteurs »

– **surveillance déléguée** (par des créanciers importants)

- pas de créanciers importants (banques coopératives souvent très liquides)
- pas d'investisseurs institutionnels parmi les membres
- recherche d'exposition à la discipline de marché et à la surveillance qu'elle implique (cf. enjeu n°4)

– **rémunération des dirigeants**

- stock-options impossibles (cf. enjeu n°4)
- incitations monétaires pas toujours compatibles avec la culture mutualiste
- problème de mesure de l'intérêt des membres (cf. enjeu n°2)

– **procès**

- important aux USA, coûteux pour les actionnaires
- problème d'action collective (cf. enjeu n°3)

4- LES CONSÉQUENCES D'UNE GOUVERNANCE INEFFICACE

La gouvernance devient inefficace quand les bénéfices de la participation des membres de la coopératives à la surveillance et au processus collectif de décision dépassent les coûts.

Bénéfices :

- décisions mieux informées
- politique et produits adaptés aux besoins des membres-clients
- gestion du personnel adaptées aux attentes des membres-salariés

Coûts :

- coûts de surveillance, adhérents dispersés
- inefficacité des décisions prises suivant les préférences du membre médian (différent du membre « moyen »)
- lourdeur du processus de décision (qui peut être allégé par la délégation)
- lenteur potentielle des résolutions de conflits entre adhérents

Conséquence n°1 : opportunisme des dirigeants

- poursuite d'intérêts particuliers (certains membres, parties externes, une filiale cotée)
- construction d'empire
- appropriation de la dotation intergénérationnelle (par une minorité de membres, par des investisseurs extérieurs)

Conséquence n°2 : davantage de prise de risque

- les membres de la coopérative sont protégés du risque par les réserves
- un actionnaire court le risque économique de l'entreprise et le risque financier (faillite)

Conséquence n°3 : démutualisation

Démutualisation = conversion de la coopérative en société anonyme (propriété d'actionnaires) à but lucratif.

- Possible création de valeur (en cas de développement plus rapide et plus efficace)
- Surtout : redistribution de richesse au détriment des générations passées et des générations futures.

Appropriation de la dotation intergénérationnelle par les membres actuels

- par les membres âgés plus que par les jeunes (qui bénéficieraient davantage de la structure coopérative)
- par des spéculateurs qui adhéreraient juste avant (« carpetbaggers » = « parachutés »)
- au bénéfice des dirigeants (d'autant plus que la gouvernance est faible... mieux payés dans les SA que dans les coopératives)
- au détriment des générations futures → biais en faveur de la démutualisation

Mais : réglementation rendant difficile la démutualisation (en particulier : restriction d'usage des réserves en cas de démutualisation dans la loi française et dans les statuts européens)

La démutualisation n'est pas toujours favorable aux consommateurs

La démutualisation peut s'opérer par des moyens détournés :

- filialisation et introduction en bourse ou fusion d'activités
- la coopérative devient société mère de ses anciennes activités

5- ÉLÉMENTS DE CONCLUSION :

Les défis de la gouvernance sont réels...

... mais pas insurmontables (des banques coopératives prospèrent)

Le succès dépend des valeurs des dirigeants (« économie sociale » plutôt que « business school »).

Bibliographie :

Hansmann (1996), *The ownership of Enterprise*, The Belknap Press of Harvard University Press

Hart & Moore (1996), « The governance of exchanges : members' cooperatives versus outside ownership », *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 12, n°4, pp. 53-69

Fonteyne (2007), « Cooperative banks in Europe – Policy Issues », *IMF Working Paper*

articles dans la *Revue d'Économie Financière* (2002, 2005)

II- LES PRODUITS FINANCIERS ISLAMIQUES

La Finance Islamique

- une approche particulière de la finance,
- des principes éthiques spécifiques (traçabilité de l'argent, adossement à un actif réel)
- pas de discrimination ethnique / confessionnelle dans les décisions d'investissement

1- LES PRINCIPES DE BASE DE L'ACTIVITE DES BANQUES ISLAMIQUES

L'argent ne peut créer seul de l'argent sans l'action du capital physique et du travail.

- L'interdiction de l'intérêt (rémunérant le temps)
- Prohibition de la prise de risque excessive (gharar) et de la spéculation (Al-Maysir)
- Obligation pour une transaction d'être basée sur des actifs tangibles
- Investissement dans des actifs conformes à la Shari'a (Halal) :
- Partage des profits et de pertes (*Profit and Loss Sharing* – PLS)
- Supervision par un comité d'oulémas

2- PRODUITS FINANCIERS ISLAMIQUES

Passif (collecte) sous 3 formes :

- Comptes Courants
- Comptes d'investissement général
- Comptes d'investissement spécial

Actif (financements)

- Financements participatifs (PLS)
- Autres instruments de financement

Autres Produits

- Sukuk : « obligations islamiques » de type Asset-Backed Security
- Tafakul : assurances (mutuelles)

2.1- Financements participatifs

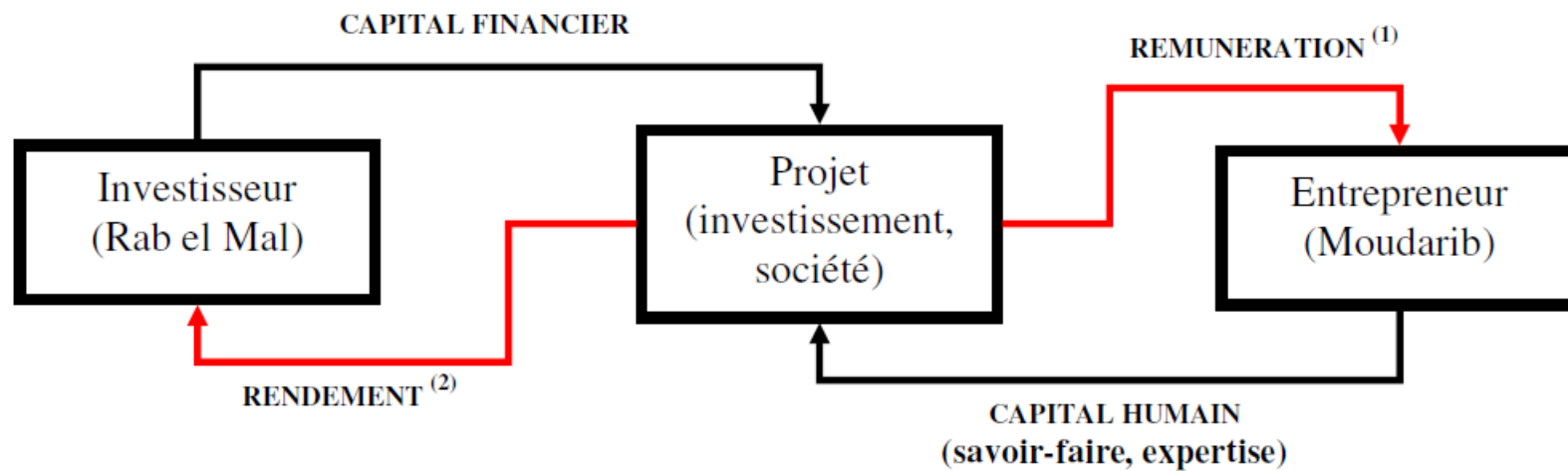
(1) Moudarabah – cf. société par commandite

- un investisseur (Rab el Mal) fournit le capital (financier ou autre)
- un entrepreneur (Moudarib) fournit son expertise, autonome et responsable dans la gestion de l'activité
- **Bénéfices** : partagés entre les deux parties prenantes selon une répartition convenue à l'avance, après que l'investisseur a recouvré son capital et que les frais de gestion de l'entrepreneur ont été acquittés.
- **Perte** : assumée par l'investisseur, l'entrepreneur ne perd que sa rémunération (différence avec la société par commandite).

(2) Moucharaka – association (*joint-venture*)

- Des partenaires investissent ensemble dans un projet
- **Bénéfices** : partagés en fonction du capital investi.
- **Perte** : supportée par les deux parties au prorata du capital investi.

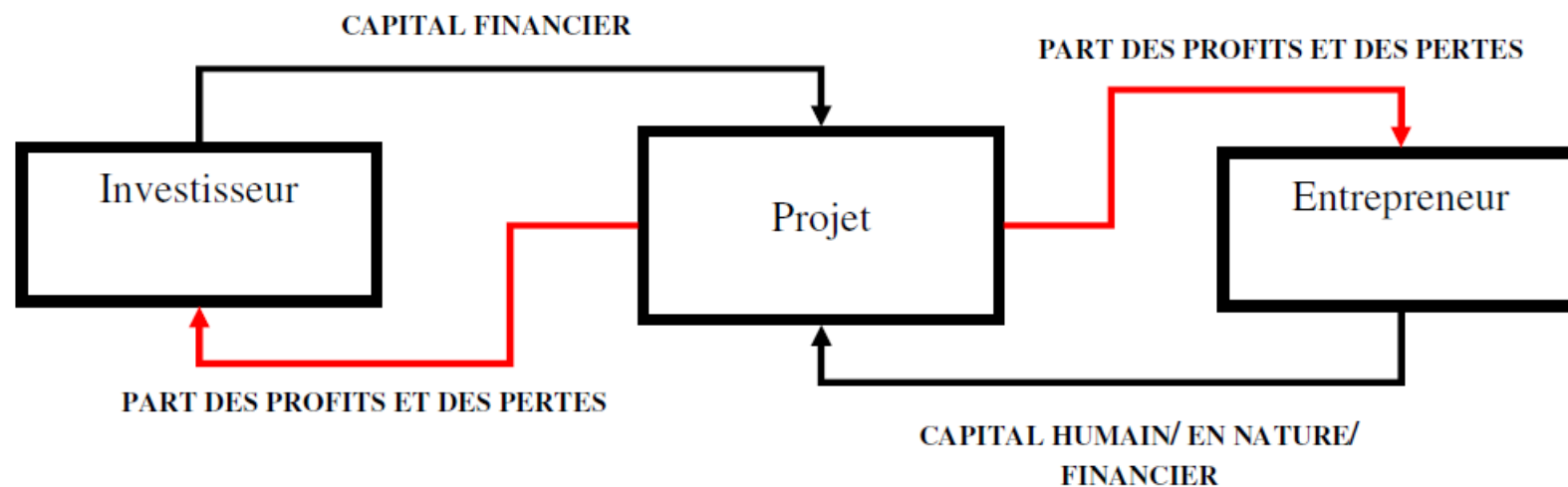
Schéma 1 : Principe de fonctionnement de la *Moudarabah*



(1) Part des bénéfices en cas de profit ; sinon rien.

(2) Part des bénéfices en cas de profit ; en cas de perte, l'investisseur assume l'intégralité des pertes.

Schéma 2 : Principe de fonctionnement de la *Moucharakah*



2.2- Instruments de financement d'actifs

(1) Mourabaha – vente à crédit

- le créancier (la banque) achète un actif donné (existant) pour le compte d'un client (le débiteur) → adapté au commerce, pas à la construction...
- le créancier revend cet actif au débiteur (qui en devient propriétaire)
 - moyennant un (des) paiement(s) (échelonnés ou non sur une période donnée)
 - à un prix convenu d'avance entre les deux (avec plus-value, marge, *mark-up*)
 - opération de vente à crédit plutôt que prêt d'argent
- pas de taux d'intérêt, mais une commission (majoration du prix d'achat du bien).
- pas de rémunération de l'argent mais du service rendu par la banque.

(2) Bay Salam – vente à terme

- Paiement au comptant, livraison dans le futur.
- Dans un contrat à terme, rien n'est échangé avant l'expiration du contrat, alors que dans un contrat *Salam* le paiement est effectué au moment de la signature du contrat
- Fait exception au principe de prohibition de la vente d'un bien non existant
- Utilisé notamment dans l'agriculture

(3) Istisna'a –

- un acheteur se procure des biens qu'il se fait livrer à terme.
- A la différence du *salam*, le prix, convenu à l'avance, est payé graduellement tout au long de la fabrication du bien.
- Les modalités concrètes du paiement sont déterminées par les termes de l'accord passé entre l'acheteur et le vendeur (la banque).
- Essentiellement utilisée dans l'immobilier (Buid-Operate-Transfer)

(4) Ijara – Crédit-bail

- Le créancier (la banque) achète des biens qu'il loue à un client
- Possibilité de rachat au terme du contrat.
- Quelques différences avec les contrats de crédit-bail :
 - le bailleur continue à avoir la responsabilité du bien, sauf cas de malveillance ou négligence du preneur.
 - la destruction du bien entraîne l'annulation de l'ijara
 - pas de pénalités fixes en cas de retard de paiement

Schéma 3 : Principe de fonctionnement de la *Mourabaha*

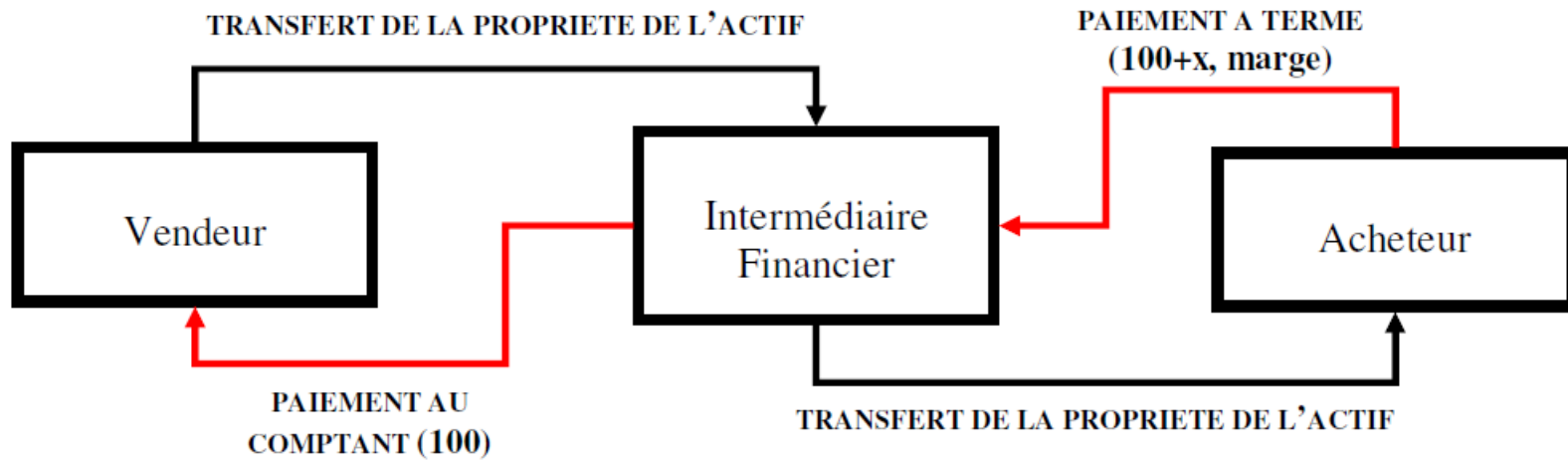
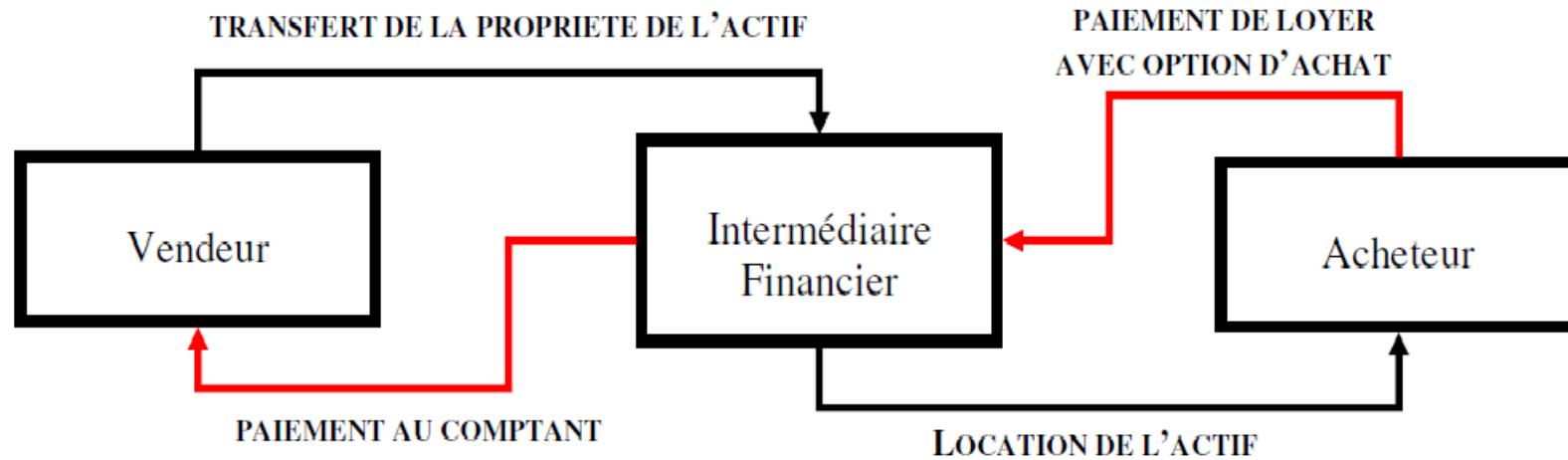


Schéma 4 : Principe de fonctionnement de l'Ijara



3- QUELQUES DONNEES

Islamisation partielle vs complète du système :

- De rares pays adoptent une islamisation totale du système financier.
Pakistan (1979), Soudan et Iran (1983)
- D'autres choisissent une cohabitation entre les deux systèmes bancaires.
Koweït, EAU, Bahreïn, Malaisie, etc.

Beaucoup de disparités de poids des produits *PLS* entre les différents pays

- *moucharakah* : l'instrument financier le plus fidèle aux préceptes fondamentaux, dans la réalité, très peu utilisée.
- Globalement, le poids relatif des produits participatifs est faible en comparaison avec celui de produits proches des produits conventionnels (ijara, mourabaha, sukuk)

4- LA FINANCE ISLAMIQUE, UNE FINANCE SANS DETTE ?

4.1- Pourquoi la dette dans la finance conventionnelle ?

Dette :

un emprunteur reçoit des fonds du prêteur et promet :

- un flux de paiements futurs spécifié à l'avance
- de respecter les conditions du contrat

non-respect des clauses contractuelles => transfert de certains droits de contrôle de l'emprunteur vers le prêteur.

Modigliani & Miller (1958) : neutralité de la « structure financière » des entreprises

Hart (2001) : la structure financière expliquée par des arguments d'incitations, de contrôle et intervention extérieure

La dette est **incompatible avec la *sharia***, mais peut être utile...

(1) Incitations : Problème d'agence :

Risque moral :

- Contrat de dette standard **avec revenu vérifiable**
 - emprunteur = créancier résiduel (si le revenu est suffisant)
 - incitation à accroître l'effort (si \uparrow effort \Rightarrow \uparrow revenu... selon l'ordre chronologique information/choix de l'effort)
 - le revenu du prêteur n'est pas contingent \rightarrow incitation à une prise de risque excessive par l'emprunteur (protection possible par **dette convertible**, Jensen & Meckling 1976)
- Si la **vérification du résultat est coûteuse** : un contrat de dette minimise le coût de vérification attendu (Townsend 1978, Gale & Hellwig 1985)
- Si le **revenu n'est pas vérifiable** : la menace d'interrompre le projet incite au remboursement (Bolton & Scharfstein 1990)

Anti-sélection :

- « théorie du signal » : emprunter signale la capacité à dégager du *free cash flow* (Ross 1977)
- « hiérarchie des financements » : dette + facile à évaluer, – sensible à l'info privée (Myers & Majluf 1984)

(2) Contrôle et Intervention extérieure

Avec des contrats financiers incomplets, comment sont prises les décisions ?

La structure financière précise le **processus de prise de décision** (Aghion & Bolton 1992)

- fonds propres → actionnaires / en cas de solvabilité
- dettes → créanciers / en cas de faillite

La dette garantie permet la **saisie des actifs**

- impose une discipline aux gestionnaires (Hart & Moore 1989)
- mais peut dissuader d'entreprendre des projets rentables (*debt overhang*)

La dette assure une meilleure **protection juridique** aux investisseurs extérieurs (Shleifer & Vishny 1997)

La **concentration des créances** évite les externalités dans le contrôle extérieur (passager clandestins)

4.2- Les caractéristiques des titres financiers

Principaux types	financeur	détention	cash-flows du financeur	droits de contrôle	collatéral
<i>Action ordinaire</i>	interne ou externe	concentrée ou dispersée	résiduel	actionnaire sauf défaut	non
<i>Dette</i>	externe	concentrée ou dispersée	fixé	créancier si défaut	oui (dette garantie)
<i>Mudaraba (partnership)</i>	interne ou externe	concentrée	résiduel	emprunteur (ou partagé)	non
<i>Mucharaka (association)</i>	interne ou externe	concentrée	résiduel	partagé	non
<i>Murabaha (mark-up sale)</i>	externe	concentrée	fixé	n. a.	oui (bien acquis)
<i>Ijara (leasing)</i>	externe	concentrée	fixé	loueur	n. a.
<i>Bay Salam (forward)</i>	externe	concentrée	résiduel	emprunteur	oui
<i>Istisna'a (deferred payment, deferred delivery)</i>	externe	concentrée	fixé ou résiduel	emprunteur	oui

Autres caractéristiques : degré de priorité...

4.3- La théorie conventionnelle est adaptée à la finance islamique.

Des proximités :

- Mudaraba ↔ joint venture ou trustee finance (fiducie)
- Mucharaka ↔ action ordinaire
- Murabaha ↔ dette garantie
- Ijara ↔ leasing

Des explications conventionnelles à la structure financière islamique

Contrats *PLS* : partage efficace des risques... en information parfaite

Problèmes d'incitation et d'attribution des droits → faible recours aux contrats *PLS*

- Plus d'exposition au **risque moral** (surtout en cas de Mudaraba pur) → réduit en introduisant des clauses contractuelles et dans le cas de Mucharaka
- **Anti-sélection** : coûts de recherche, filtrage et monitoring → coût d'intermédiation
- Ordre hiérarchique des financements : **murabaha > ijara > PLS**
- problèmes d'antisélection exacerbés dans les systèmes mixtes (« bons » risques financés par les banques conventionnelles)

Bibliographie

- Grangereau & Haroun (2004), « Financements de projets et financements islamiques », *Banque et Droit*, n° 97, septembre-octobre 2004, pp. 52-61
- Jouini & Pastré (2008), *Enjeux et opportunités du développement de la finance islamique pour la place de Paris*, Rapport remis à Paris Europlace
- Tirole (2006), *The theory of corporate finance*, Princeton University Press
- Hart (2001), « Financial contracting », *Journal of Economic Literature*, Vol. 39, No. 4 (Dec), pp. 1079-1100

Articles dans la *Revue d'Economie Financière*