

Financement des investissements



■ Marchés et financement de l'économie

- Part nette des émissions d'actions dans le financement total des entreprises

États-Unis	France	Allemagne
1970-89	1971-92	1971-92
-8,8 %	0,1 %	4,3 %

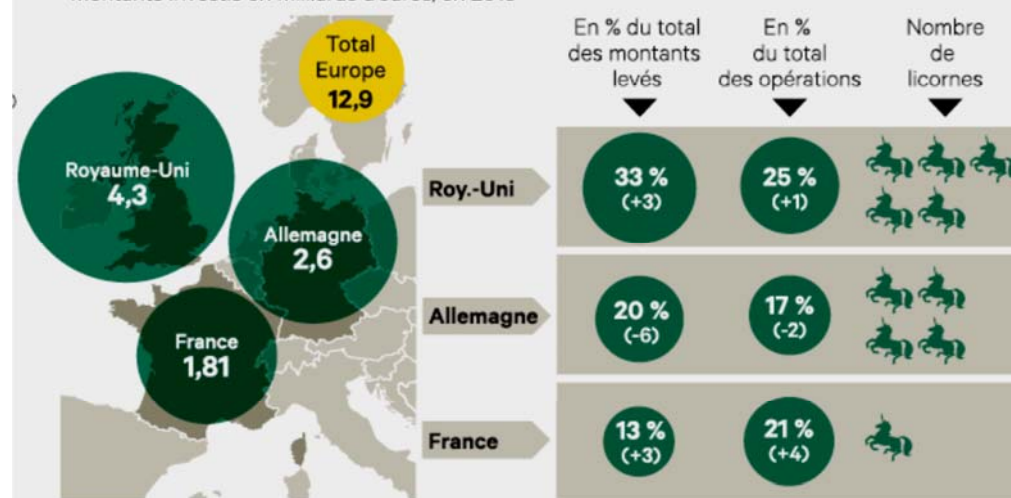
- Versements de dividendes, rachats d'actions
- Situations individuelles contrastées
 - Valeurs de croissance ou de rendement ?
 - Secteurs ou zones géographiques demandant plus de capitaux
- Moindre recours à la bourse lié à une augmentation des profits
 - Et davantage d'autofinancement des investissements

1

Paris, Londres et Berlin se disputent le titre de capitale européenne des start-up

s Le Top 3 des pays les plus actifs dans l'Union européenne

Montants investis en milliards d'euros, en 2015



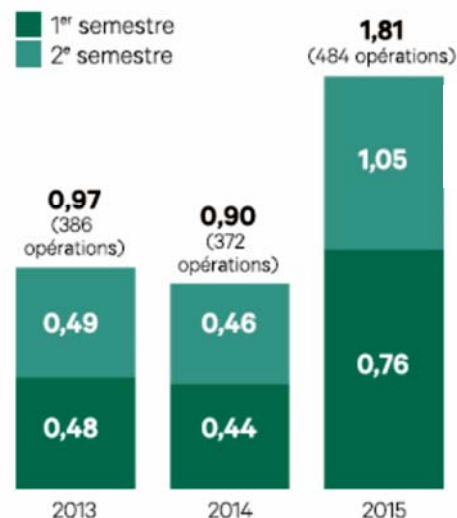
(Variation en point par rapport au 2^e sem. 2014)

Mardi 16 février 2016 Les Echos

*LES ÉCHOS / SOURCE : EY

L'envolée des investissements en capital-risque en France

Evolution, en milliards d'euros



FINANCEMENT

En 2015, les investissements en capital-risque en France ont plus que doublé, à 1,8 milliard d'euros, selon le baromètre EY.

L'Hexagone entre dans la cour des pays à licornes et gagne du terrain sur l'Allemagne.

Naturellement, l'inquiétude lancinante qui va avec est la course à l'excès dans les valorisations et la création d'une nouvelle bulle, à l'image des années 2000. Pour

3

TOP 5 des levées de fonds en 2015

Société	Montant (millions d'€)	Secteur
BlaBlaCar	177	Service internet
Sigfox	100	Technologie
Quadran	45	Cleantech
Scality	40,3	Logiciels
Vestiaire Collective	33	Service internet

Source : Baromètre EY du capital risque en 2015



Blablacar licorne française

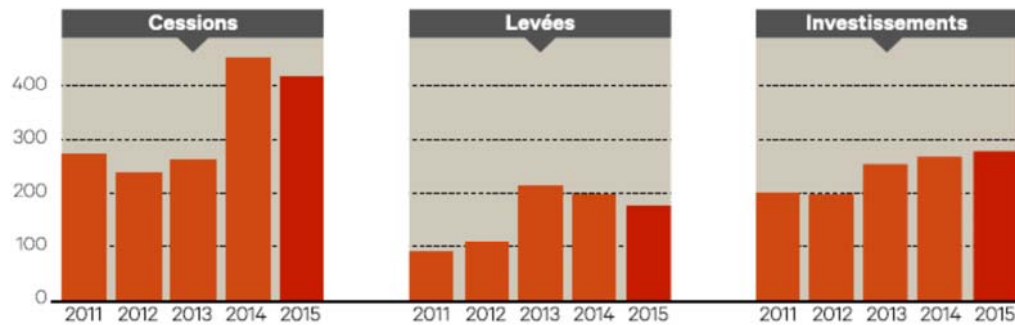


Frédéric Mazzella, emblématique représentant du trio de fondateurs

4

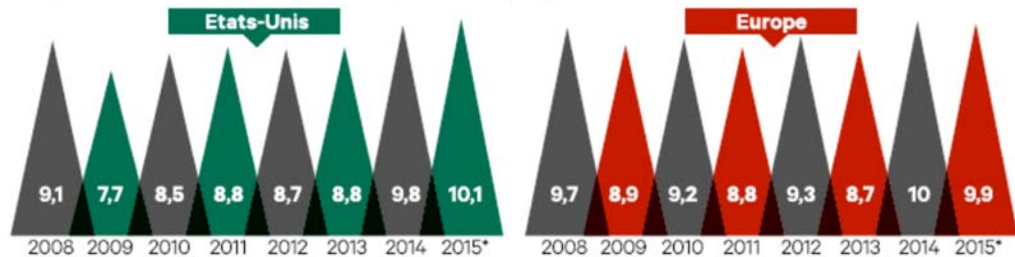
Les indicateurs clés du capital-investissement dans le monde

En milliards de dollars



Le prix des acquisitions au plus haut

Multiple de l'excédent brut d'exploitation (Ebitda) moyen par an



*1^{er} SEMESTRE

LES ECHOS / SOURCES : PREGIN, DEALOGIC, S&P CAPITAL IQ LCD



Dominique Senequier est à la tête d'une équipe de plus de 410 employés gérant plus de 50 fonds à travers 12 bureaux dans le monde

ARDIAN

<https://www.linkedin.com/title/private-equity-analyst-intern-at-ardian>

Ardian (ex Axa Private Equity) gère environ 55 milliards de \$
Autres acteurs emblématiques du private equity : Apollo, Management, Blackstone, Carlyle, KKR, Oaktree



THE CARLYLE GROUP

GLOBAL ALTERNATIVE ASSET MANAGEMENT

The Blackstone Group®

KKR



OAKTREE

6

L'industrie du « private equity » face à un tournant

Les Echos Mercredi 24 février 2016



Une conférence de référence à Berlin

Les fonds croulent sous plus de 460 milliards de dollars de liquidités et les opportunités manquent, exacerbant la compétition entre les fonds et poussant les valorisations à des sommets. Aux Etats-Unis, elles ont dépassé un pic historique, jamais atteint même lors de la bulle du LBO, avec des entreprises valorisées à plus de 10 fois leur Ebitda (excédent brut d'exploitation). « Il y a des opportunités

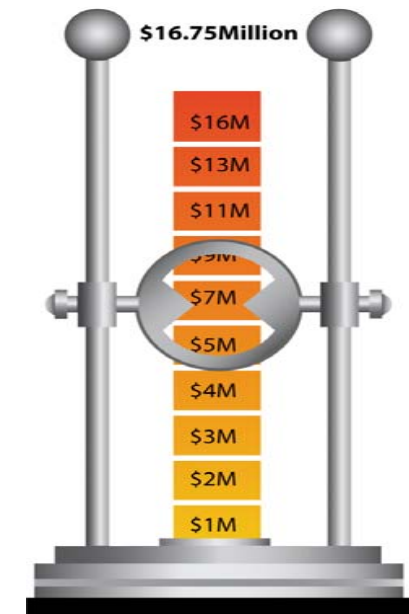
Politiques monétaires expansionnistes (QE)
Pas d'investissements rentables (« stagnation séculaire ») ?
Prix trop élevés (bulles financières)

CAPITAL-INVESTISSEMENT

7

Financement des investissements

- Introduction en Bourse, augmentation de capital
 - *Risques pour l'entreprise*
 - Ne pas vendre suffisamment d'actions
 - Vendre des actions à un prix trop bas
 - *Placement garanti*
 - Un « syndicat de banques » achète les actions à un cours garanti
 - Il revend les actions au « marché »
 - Investisseurs institutionnels, particuliers
 - Le risque de baisse des cours ou de « colle » est supporté par les intermédiaires financiers.



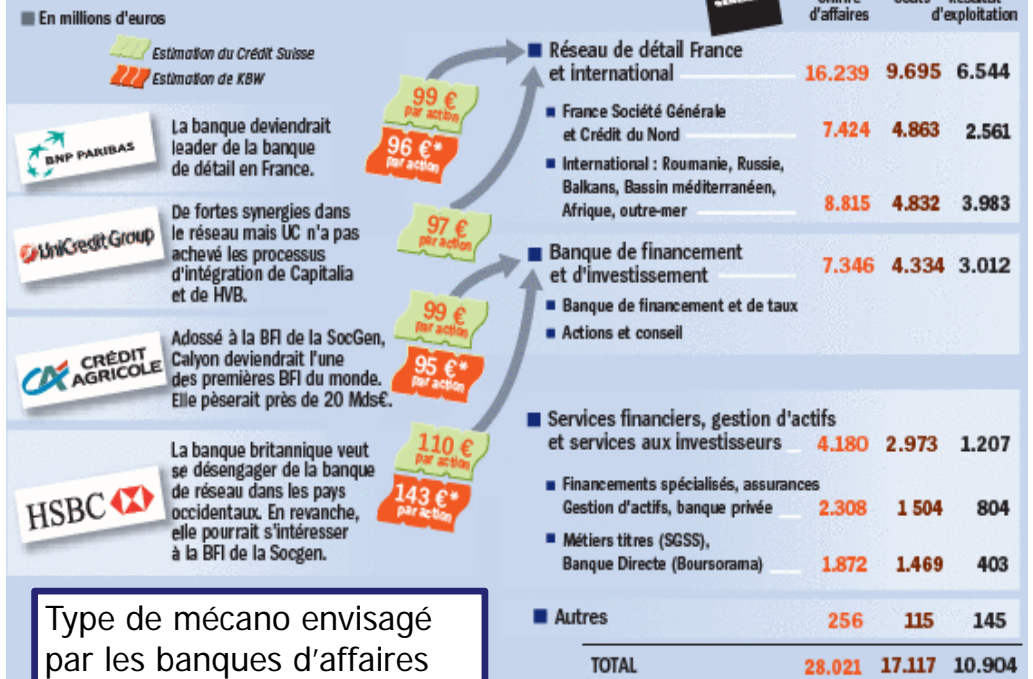
8

Financement des investissements

- Une offre publique d'achat (OPA) peut-être analysée comme un projet d'investissement
 - De la part des acheteurs potentiels
 - Il faut examiner les « cash-flows » de l'entreprise cible
 - Et les externalités (par ex. synergies de coûts liées à l'acquisition)
- Les OPA sont plutôt créatrices de richesse pour les actionnaires de la cible
- Et destructrices de richesse pour ceux de l'acquéreur
 - *Hubris hypothesis (Roll), conflit d'agence entre dirigeants et actionnaires*

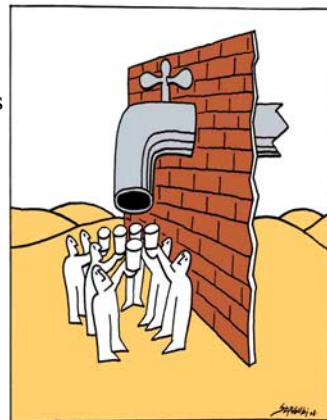
9

ACHETEURS POTENTIELS EN CAS D'UN DEMANTELEMENT DE LA SOCIETE GENERALE



Sélection et suivi des projets d'investissement

- Faire en sorte que les projets créateurs de richesse puissent être financés ?
 - *Un système financier inefficace pénalise la croissance*
- Sous-investissement
 - Mauvaise application du Médaf : exigences de ROE trop élevées
 - Surplomb de la dette : Myers
- Difficulté d'accès aux financements externes (Holmström et Tirole)
 - Par manque de fonds propres
- Difficulté d'accès aux prêts bancaires
 - Rationnement du crédit (Stiglitz – Weiss)
- Surinvestissement (gamble for recovery)



Sélection et suivi des projets d'investissement

- Éviter les « gaspillages »
 - *Assurer le même niveau de production pour moins cher*
- Baisse de coûts de production et délocalisations
 - *Baisse des revenus dans les zones d'emploi « chères »*
 - *Augmentation des revenus dans de nouveaux bassins d'emploi*
 - *Uniformisation internationale des revenus*
 - *Nouvelles spécialisations en Europe et aux États-Unis*
 - *États et laissés pour compte*



12

Sélection et suivi des projets d'investissement

- **Chef d'entreprise propriétaire**
 - Fréquent pour les PME
 - Pour les grandes entreprises de création récente
- **Managers salariés**
 - PSA, Carrefour ?
 - Délégation de la direction de l'entreprise par les actionnaires
 - Conflit d'intérêt entre dirigeants et actionnaires
 - « théorie de l'agence »
- **Contrôle de l'efficacité des dirigeants**
 - Conseils d'administration
 - Assemblée générale des actionnaires
 - Offres Publiques d'Achat
 - Systèmes de rémunération incitatifs



13

- Jensen & Meckling (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*.

The directors of such [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master's honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company.

Adam Smith (1776), cité par Jensen et Meckling, précurseur de l'analyse du conflit d'intérêt entre actionnaires et créanciers



Adam Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (1776)

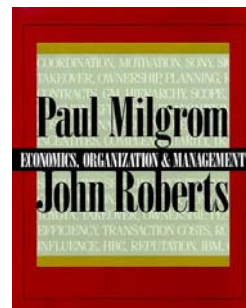


Michael Jensen

14

Sélection et suivi des projets d'investissement

- Rémunération incitative
 - *Economics, Organization & Management*
 - *Milgrom & Roberts*
 - Chapitre 8 : « risk sharing and incentive contracts »
- Commentaires, précisions sur les notations, applications, voir la référence
 - Agent : dirigeant
 - Principal : actionnaires
- Les éléments mathématiques du modèle de base
 - Problème à une période
 - Niveau de l'effort de l'agent : $e \in \mathbb{R}$ (effort continu)



15

Sélection et suivi des projets d'investissement

- Coût de l'effort : $C(e)$
 - C fonction croissante convexe : $C'(e) > 0, C''(e) > 0$
- Observation par le principal (actionnaires) d'un effort bruité $e + x$
 - x « bruit » : variable aléatoire, $E[x] = 0$
- y autre variable aléatoire corrélée avec x est observée par le principal
 - Exemple : $e + x$ cours de Peugeot, y cours de Renault
- Règle de rémunération linéaire
 - $w = \alpha + \beta(e + x + \gamma y)$
 - α part fixe, $\beta(e + x + \gamma y)$ part variable
 - Schéma de rémunération caractérisé par α, β, γ

16

Sélection et suivi des projets d'investissement

- $w = \alpha + \beta(e + x + \gamma y)$ salaire fixe + variable
- Utilité de l'agent « quadratique »
 - $E[w] - r/2 \text{Var}[w] - C(e)$
 - $E[w] = \alpha + \beta e$ espérance de la rémunération
 - $\text{Var}[w] = E[w^2] - (E[w])^2$ variance de la rémunération
 - $\text{Var}[w] = \beta^2 \text{Var}[x + \gamma y]$
 - Variance de la rémunération : risque pour le dirigeant
 - Le niveau de risque ne dépend pas du salaire fixe α
 - Dirigeant averse vis-à-vis du risque, $r > 0$
 - On peut écrire la fonction d'utilité du dirigeant comme $\alpha + \beta e - r\beta^2/2 \text{Var}[x + \gamma y] - C(e)$
 - Le dirigeant va à α, β, γ donnés maximiser sa fonction d'utilité en choisissant son niveau d'effort e

17

Sélection et suivi des projets d'investissement

- Contrainte d'incitation du dirigeant
 - Choix du niveau optimal d'effort e par l'agent
 - Maximisation de $\alpha + \beta e - r\beta^2/2 \text{Var}[x + \gamma y] - C(e)$
 - Compte-tenu des termes ne dépendant pas de e
 - $\max_e \beta e - C(e) \Rightarrow \beta = C'(e)$
 - On parle d'incitation car e augmente avec β (niveau de la part variable)
- Contrainte de participation du dirigeant
 - L'agent (dirigeant) doit accepter le contrat proposé par le principal (AG des actionnaires, comité des rémunérations)
 - $\alpha + \beta e - r\beta^2/2 \text{Var}[x + \gamma y] - C(e) = a_0$
 - a_0 utilité de réservation
 - La relation est asymétrique et bénéficie au principal

18

Sélection et suivi des projets d'investissement

- Principe d'informativité
 - Choix de γ pour minimiser $\text{Var}[x + \gamma y]$
 - Réduction maximale du « bruit » x en le corrigeant grâce à l'observation de y
 - $\min_{\gamma} \text{Var}[x + \gamma y] \Rightarrow \gamma = -\text{Cov}(x, y)/\text{Var}[y]$
 - Il s'agit en fait d'une régression linéaire
 - On note $V = \min_{\gamma} \text{Var}[x + \gamma y]$
 - γy permet dans notre exemple d'avoir une rémunération dépendant de la performance boursière relative de Peugeot par rapport à Renault
 - Si on ne prend en compte de rémunération incitative différentielle, $\gamma = 0$
 - On note alors $V = \text{Var}[x]$

19

Sélection et suivi des projets d'investissement

- Optimisation du gain du principal $e + x - w$
 - On suppose le principal neutre vis-à-vis du risque
 - Le principal maximise donc $E[e + x - w]$
 - $\max_{\beta} E[e + x - w] \Leftrightarrow \max_e e - (\alpha + \beta e)$
 - Compte-tenu de la contrainte de participation $\alpha + \beta e = r\beta^2/2 \text{Var}[x + \gamma y] + C(e) + a_0$
 - Et comme $V = \min_{\gamma} \text{Var}[x + \gamma y]$
 - Le principal doit maximiser en β :
 - $e - C(e) - r/2\beta^2 V - a_0$
 - Comme $\beta = C'(e)$ et $C''(e) > 0$, β est fonction croissante de e
 - On peut donc maximiser le critère en e
 - $\max_e e - C(e) - r/2\beta^2 V - a_0$
 - En dérivant par rapport à e , $1 - C'(e) - rV\beta(e)\beta'(e) = 0$
 - $C'(e) = \beta(e)$, $\beta'(e) = C''(e)$
 - $\beta = 1/(1 + rVC''(e))$
 - Détermination du niveau la part variable β

20

Sélection et suivi des projets d'investissement

- $\beta = 1/(1 + rVC''(e))$
- Part variable ↓ avec l'aversion vis-à-vis du risque r
 - $r = 0$, dirigeant neutre au risque $\Rightarrow \beta = 1$
 - $\beta = 1$, le dirigeant porte la totalité du risque
 - Le niveau de la partie fixe de la rémunération α dépend du pouvoir de marché du dirigeant
 - Ici, on suppose le marché des dirigeants concurrentiel
 - On peut donc avoir $\alpha < 0$ (contrainte de type HT)
- Si dirigeant très averse vis-à-vis du risque $\Rightarrow \beta = 0$
 - Salaire fixe, effort minimal
 - Les actionnaires ne proposent pas de rémunération variable car l'ajustement de la part fixe, pour acceptation du contrat est trop coûteuse

21

Sélection et suivi des projets d'investissement

- $\beta = 1/(1 + rVC''(e)) \leq 1$
- La part variable diminue avec l'aversion à l'effort $C''(e)$
 - Si le coût marginal de l'effort est constant, transfert total de risque
 - Le dirigeant devient le « propriétaire » du risque lié à l'entreprise
- La part variable diminue avec la variance du bruit V
 - V est associé à l'asymétrie d'information
 - On peut réduire V par des audits (monitoring)
 - $V = 0$ information parfaite
 - Si $V = 0$, $\beta = 1$. β est maximal. Comme $\beta = C'(e)$, l'effort e est également maximal en information parfaite

22

Sélection et suivi des projets d'investissement

- Exemple : coût de l'effort quadratique
 - $C(e) = e^2/2e^*$, $e^* > 0$
 - Calcul simple de β et de e
- $\beta = 1/(1 + \frac{rV}{e^*})$,
 - $0 \leq \beta \leq 1$ l'agent reçoit une fraction de la richesse créée
 - $\beta = C'(e) = e/e^*$
- $\Rightarrow e = \beta e^*$
 - $e \leq e^*$
 - Si $V = 0$ (information parfaite), alors $e = e^*$
 - e^* représente donc le niveau d'effort (maximal)

23

Sélection et suivi des projets d'investissement

- Une autre approche
 - Surplus = S = utilité du principal + utilité de l'agent
 - Surplus = Espérance de gain du principal + équivalent certain de l'agent
 - Espérance de gain du principal $e - C(e) - r\beta^2V/2 - a_0$
 - Équivalent certain de l'agent a_0 (utilité de réservation)
- $S = e - C(e) - rV\beta^2/2$
 - $C(e) = e^2/2e^*$
 - $\beta = 1/(1 + \frac{rV}{e^*})$, $e = \beta e^*$
 - $\Rightarrow S = 1/2 \times e^* / (1 + \frac{rV}{e^*}) = \beta e^*/2$

24

Sélection et suivi des projets d'investissement

- Comparaison au cas avec information parfaite
 - $V = 0 \Rightarrow \bar{\beta} = 1$, l'incitation est plus forte (transfert de propriété vers le dirigeant)
 - $\bar{e} = e^*$, le niveau d'effort est plus élevé
- Surplus en information parfaite $\bar{S} = e^*/2 \geq S$,
 - Surplus plus élevé en information parfaite
- En information parfaite, on peut remplacer le contrat précédent par le contrat « punitif » $w = a_0 1_{\{e \geq e^*\}}$
 - L'agent reçoit son utilité de réservation s'il produit un effort au moins égal à e^*
 - L'agent accepte le contrat et produit l'effort e^*
 - L'effort réalisé est vérifiable

25

Exercice (extrait de l'examen de mai 2015)

Exercice 1 : agent multitâche, contrainte d'incitation.

On considère un dirigeant d'entreprise (ou plus généralement un agent) effectuant deux tâches ; par exemple, M. Carlos Ghosn dirige à la fois Renault et Nissan. On reprend le contexte du cours en l'étendant. On note $e_1 \geq 0$ l'effort consacré à la première tâche et $e_2 \geq 0$, celui consacré à la seconde. Ces deux grandeurs ne sont observées par les actionnaires que de manière imparfaite et bruitée. On note $e_1 + x_1$ et $e_2 + x_2$ les efforts bruités et on considère le schéma de rémunération linéaire : $w = \alpha + \beta_1(e_1 + x_1) + \beta_2(e_2 + x_2)$. Le coût pour l'agent dépend de l'effort total, on le note $C(e_1 + e_2)$ où C est une fonction croissante, convexe, deux fois dérivable. L'utilité de l'agent est supposée quadratique.

- Écrire la quantité maximisée par l'agent.
- Supposons tout d'abord qu'il existe un optimum intérieur ($e_1^* > 0$, $e_2^* > 0$ où e_1^* et e_2^* sont les niveaux d'effort optimaux pour les tâches 1 et 2). Écrire les conditions du premier ordre. Qu'en déduire sur les niveaux de rémunération variable de l'agent ?
- Supposons $\beta_1 > \beta_2$ et $e_2^* > 0$ (e_2^* correspond à l'effort optimal pour la tâche 2). Montrer qu'il y a une contradiction. Qu'en déduire d'un point de vue économique ?

Holmstrom & Milgrom (1991) Multitask principal-agent analyses: Incentive contracts, asset ownership, and job design. *Journal of Law, Economics & Organization*.

26

Sélection et suivi des projets d'investissement

- L'effet cliquet (ratchet)
- Le modèle précédent est statique (jeu à une période)
- Si le jeu est répété sur deux périodes (cas réaliste)
- Le principal peut se servir du résultat produit par l'agent pour modifier le contrat à son avantage.
 - Remplacer le contrat incitatif par un contrat punitif si l'agent ne réalise pas l'effort demandé à la 2^{ème} période
- L'agent peut envisager demander un contrat sur 2 périodes
 - Mais il est optimal pour les parties de le renégocier
 - Brûler les ponts (stratégie chinoise)
 - Le « cas Staline »

27

Sélection et suivi des projets d'investissement

- Le principal observe $e_1 + x_1$ à la période 1 et $e_2 + x_2$ à la période 2, où e_1 est l'effort de l'agent à la date 1, e_2 l'effort de l'agent à la date 2.
- Le coût de l'effort pour l'agent est $C(e)$ où C fonction croissante convexe : $C'(e) > 0$, $C''(e) > 0$ (même fonction de coût pour les deux périodes), soit au total $C(e_1) + C(e_2)$
- Cas 1 : contrat à long-terme. Le principal et l'agent négocient dès la date 0, un schéma de rémunération pour les deux périodes futures.

28

Sélection et suivi des projets d'investissement : effet cliquet

- L'effet « cliquet » est un obstacle majeur à la mise en place de schémas incitatifs
- Problématique du « commitment » dans les interactions dynamiques entre le principal et l'agent
 - *Cas où ex-post, renégociation optimale pour les deux parties (limitation de la règle de priorité des créanciers)*
 - *Comment rendre les contrats non-renégociables de manière crédible ? Notamment quand le principal*
 - Fudenberg, D., & Tirole, J. (1983). Sequential bargaining with incomplete information. *The Review of Economic Studies*, 50(2), 221-247.

29

Sélection et suivi des projets d'investissement : effet cliquet : les cas Staline

- *NB : la « véracité historique » n'est pas le point central*
- Economies où la production est centralisée et planifiée :
 - *Problématiques d'asymétries d'information importantes*
 - *Principal : « Etat », Agent : directeur d'Usine*
 - *Staline et ses conseillers se sont rendus compte que la productivité dans les usines soviétiques étaient insuffisantes et que cela pénalisait l'Union Soviétique*
 - *Ils ont donc introduit des rémunérations incitatives pour les directeurs d'usine*
 - *L'effet a été spectaculairement positif*
 - *Mais, cela fait apparaître en creux le manque d'implication dans un système de rémunération non lié au résultat*

30

Sélection et suivi des projets d'investissement : effet cliquet

- Le « cas Staline »
 - *La réaction des autorités a alors été de punir, plutôt que de récompenser les directeurs d'usine concernés*
 - *La productivité a alors baissé à nouveau*

31

32

Le jeu de la confiance (bis)

Le gain en réputation de «l'économie comportementale», depuis une vingtaine d'années, au sein des sciences économiques, est bien mérité. Remplacer la vision de l'*Homo oeconomicus* par une vision plus riche de la psychologie humaine est non seulement scientifiquement justifié, mais cela montre que la discipline est moins figée dans ses orthodoxies qu'on ne pourrait l'imaginer à la lumière des crises économiques récentes. Des perspectives «comportementalistes» sont désormais prises en compte par les autorités publiques dans des domaines qui vont de la politique de la concurrence à l'assurance ou à la gestion des retraites.

RECHERCHES

Le Monde
VENDREDI 5 FÉVRIER 2016

Les incitations économiques finissent par s'éteindre

Paul Seabright
est directeur
de l'Institut
d'études avancées
de Toulouse



Voir également Daniel Cohen (La Prospérité du Vice, Homo Economicus) ou Thomas Piketty, Le Capital au XXI^e siècle, qui plaident pour un rapprochement entre microéconomie et sciences sociales.

33

Jayaraman, Rajshri, Debraj Ray, and Francis de Véricourt. 2016. "Anatomy of a Contract Change." *American Economic Review*, 106(2): 316-58.

The American
Economic Review



34

Jayaraman, Rajshri, Debraj Ray, and Francis de Véricourt. 2016. "Anatomy of a Contract Change." *American Economic Review*, 106(2): 316-58.



Il reste, cependant, beaucoup d'incertitudes sur les vraies leçons de l'économie comportementale. Un comportement souvent cité est la «réciprocité», la tendance à répondre à un geste généreux par un autre geste généreux, même entre deux personnes qui n'ont aucun intérêt égoïste à le faire. Dans le marché du travail, la réciprocité est supposée justifier la mise en place de salaires plus «généreux» que le minimum nécessaire pour recruter la main-d'œuvre. Ils sont censés produire un effort plus important chez l'employé que le minimum demandé par son contrat.

Pourtant, une étude qui vient de paraître dans une des plus prestigieuses revues économiques jette le doute sur ces conclusions («Anatomy of a Contract Change», par Rajshri Jayaraman, Debraj Ray et Francis de Véricourt, *American Economic Review* n° 106/2, 2016). En septembre 2008, les ouvriers de plusieurs plantations de thé en Inde ont reçu un nouveau contrat de travail, qui augmentait leur salaire de base en diminuant la part de la rémunération variable versée selon la quantité de thé récoltée.

35

Selon la théorie économique classique dite «des incitations», l'effort exercé par les ouvriers aurait dû diminuer, puisqu'ils recevaient davantage de salaire garanti et auraient gagné moins qu'auparavant pour tout effort supplémentaire. Mais, à la suite de ce nouveau contrat, la quantité récoltée par ouvrier a augmenté de plus de 80 %, bien au-delà de ce qui pourrait

tes. Ces résultats semblent bien conforter les hypothèses comportementales, qui mettent en valeur la réaction de réciprocité de la part des ouvriers.

EFFETS NEUROPHYSIOLOGIQUES

Mais l'histoire ne s'arrête pas là. Les auteurs ont continué à mesurer la quantité récoltée et, dans les mois qui ont suivi, celle-ci a fortement baissé, et est progressivement revenue au niveau qu'aurait prédit la théorie classique! Après quatre mois, la réaction purement «comportementale» avait complètement disparu.

court terme et de long terme. Peut-être s'agit-il d'un phénomène connu des psychologues, mais qui est jusqu'ici moins pris en compte par l'économie comportementale, à savoir l'accoutumance. Il est fort possible que la réciprocité répondrait à l'incidence psychologique d'un geste généreux de la part d'autrui, mais que cet impact diminuerait dans le temps pour les mêmes raisons que diminuent progressivement les effets de certains stupéfiants sur le cerveau.

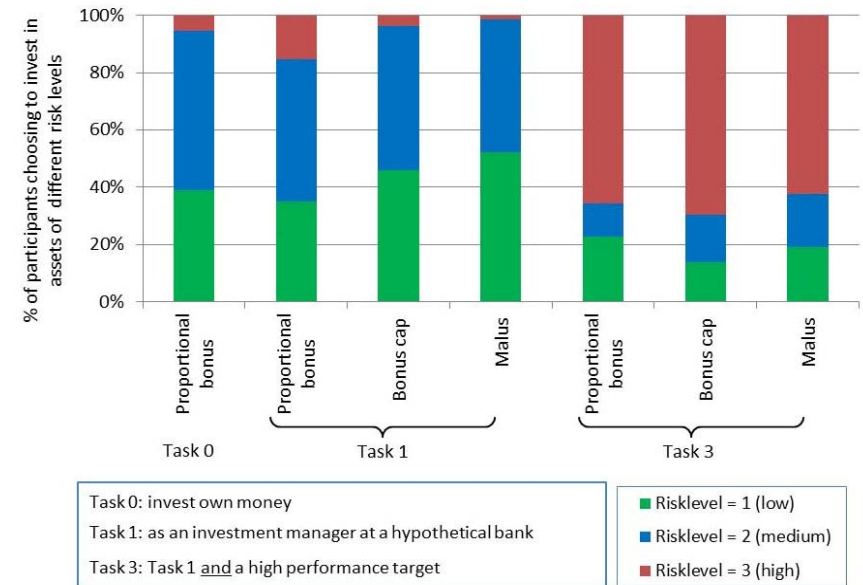
36

Schémas de rémunération des dirigeants (de banque) et des gérants de hedge funds

- Pour les hedge funds, la règle « traditionnelle » était une proportion fixe des actifs gérés plus 25% des gains.
- Option d'achat à la monnaie (spot)
- Incitation à la prise de risque...
- Pour les dirigeants de banque, de nombreux critères, mais souvent un ROE (un ROTE) cible était privilégié
- C'est aussi une incitation à la prise de risque car une augmentation du beta est associée à une augmentation de l'expected ROTE

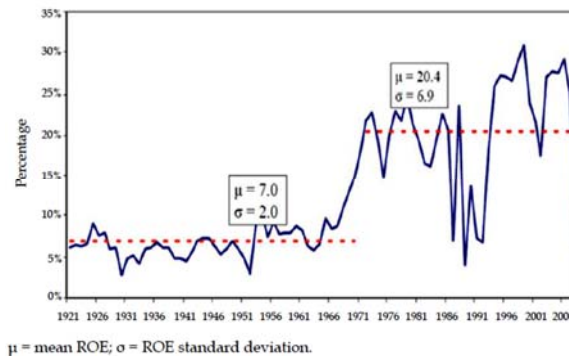
37

Risk choices under different compensation schemes: **requirements to meet high performance targets might have massive risk shifting effects, while caps on bonuses...**



38

Une augmentation des risques liée aux schémas de rémunération des dirigeants ?



- Banking on the State, Alessandri & Haldane (2009)
 - ↑ des rentabilités des banques associée à une ↑ des risques ?
- Utilisation des ROE (non ajustés pour le risque) comme mesure de la création de valeur et base de la rémunération des dirigeants encourage la prise de risque excessive
 - Augmenter la distribution de crédits risqués et le leverage ratio ⇒ ↑ ROE à CT
- *Moussu et Petit-Romec (2014)*
http://documents.escdijon.eu/pdf/cig2014/ACTESDUCOLLOQUE/MOUSSU_ROMEC.pdf

39

Schémas de rémunération des dirigeants (de banque) et des gérants de hedge funds

Explanatory Document on the Remuneration of BBVA Directors 2018



40

Schémas de rémunération des dirigeants (de banque) et des gérants de hedge funds

BBVA

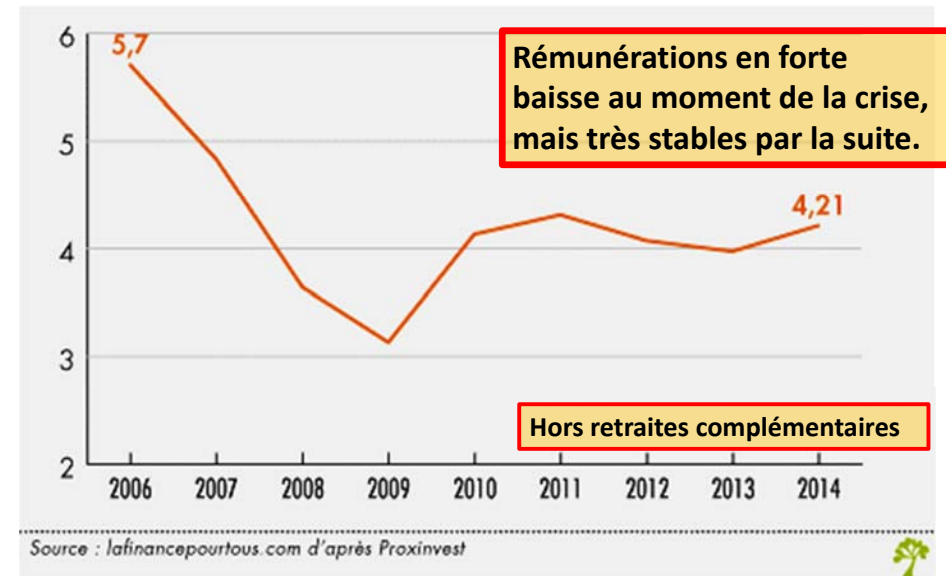
2018 Annual Variable Remuneration – Pay for performance

Annual financial performance indicators 2018 AVR	Results		Level of achievement	
	2018	2017 (*)	Target	%
Net Attributable Profit excluding corporate transactions	€4,701 million	€4,286 million	●	84.03%
Return on Regulatory Capital (RORC)	8.59%	7.96%	●	82.04%
Risk Adjusted Return on Economic Capital (RAROEC)	16.38%	10.40%	●	102.77%
Efficiency Ratio	49.28%	49.92%	●	78.02%

Diminution, voire disparition des stocks options au profit d'actions de performance : moins d'incitation à prendre des risques.
 Une tendance à la diminution du critère du ROE ou du bénéfice par action au profit de mesures incluant le risque, par exemple RORC and RAROEC.

41

Rémunération moyenne des présidents exécutifs du CAC 40 entre 2006 et 2014 (M€)



42

Le marché des dirigeants du CAC 40 s'internationalise lentement. La mobilité horizontale est faible. Au niveau mondial, le turnover (2012) était 15 % en 2012 au sein des 2.500 plus grosses entreprises

Rémunérations des dirigeants du CAC 40 en 2014

Les rémunérations des patrons du CAC 40 (salaire fixe+variable+actions attribuées) ont progressé de 10,1% en 2014 par rapport à 2013, à 153 millions d'euros.

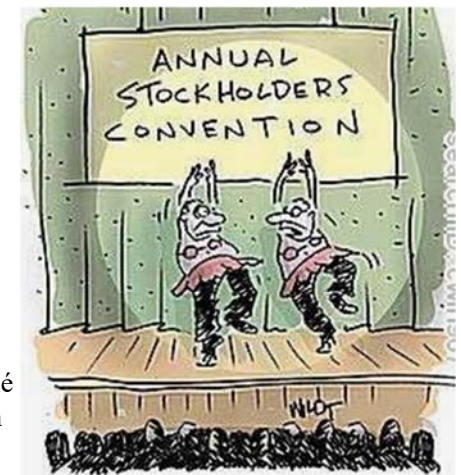
Christophe Viehbacher (Sanofi)	8 252 720
J.-P. Agon (L'Oréal)	8 143 200
Olivier Piou (Gemalto)	7 230 437
Carlos Ghosn (Renault)	7 161 571
Bernard Arnault (LVMH)	6 180 945
Franck Riboud (Danone)	6 070 688
J.-P. Tricoire (Schneider Electric)	5 619 980
Henri de Castries (Axa)	5 383 752
F.-H. Pinault (Kering)	5 315 642
Lakshmi Mittal (ArcelorMittal)	4 907 219
Christophe de Margerie (Total)	4 857 098
Thomas Enders (Airbus)	4 738 779

43

Monitoring (contrôle) et incitations

■ Contrôle de l'efficacité des dirigeants

- *Conseils d'administration*
 - Comités de rémunération
 - Compétence, indépendance ?
- *Assemblée générale des actionnaires*
 - Problème de l'actionariat diversifié
 - « Activisme » des fonds de pension
 - Proxy contests
- *OPA hostiles*
 - Éviction des dirigeants de la cible
- *Rémunérations incitatives*
 - Stock Options
 - Actions gratuites



I guess this is worth our \$30 million bonus, but what will they demand next year??!

Changement d'ambiance dans les assemblées générales « say on pay »

Sus au court terme !, plaide le patron de BlackRock

Larry Fink, PDG du gestionnaire d'actifs, s'est fendu d'une lettre aux dirigeants d'entreprise

Mettre fin au diktat du court terme. C'est le credo adopté par Larry Fink, le patron du fonds d'investissement BlackRock. Celui-ci a envoyé, lundi 1^{er} février, une lettre aux dirigeants des plus grandes entreprises américaines et européennes pour qu'ils redonnent de la perspective à leurs stratégies en se détachant des demandes immédiates des investisseurs. La supplique pourrait passer pour un vœu pieux si ce n'était pas l'homme à la tête du plus gros gestionnaire d'actifs du monde, avec plus de 4 600 milliards de dollars (4 214 milliards d'euros), qui en était à l'origine.

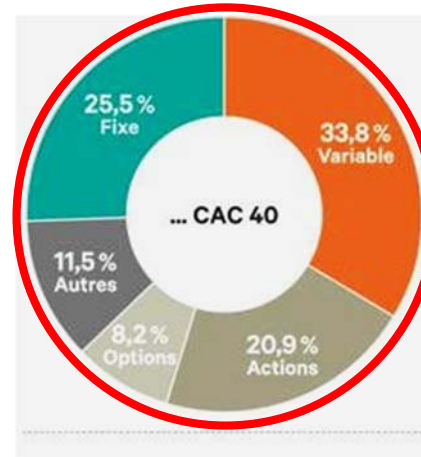


C'est le manque de vision stratégique qui est mis en cause par Fink

Actionnaires activistes

Cette lettre est également un appel aux conseils d'administration, qui peuvent être tentés d'attendre l'arrivée d'actionnaires activistes pour prendre des décisions. C'est regrettable, écrit M. Fink, même si, parfois, ceux-ci « proposent de meilleures stratégies de long terme que le management », ajoutant que, « dans ces cas-là, BlackRock soutiendra les propositions des activistes », annonce M. Fink. Ces derniers mois, BlackRock est intervenu dans 39 % des 18 plus grosses campagnes activistes menées aux Etats-Unis.

Répartition de la rémunération des présidents exécutifs du CAC 40 (2012) Transparence pour améliorer le contrôle ?



Assemblée Générale Air Liquide

En 2014, les stock-options ne représentent plus que 4,1 % du total contre 51,5 % en 2006. Les actions de performance pèsent à hauteur de 29,1 %, contre 26 % en 2013 (3,7 % en 2006).

Sélection et suivi des projets d'investissement

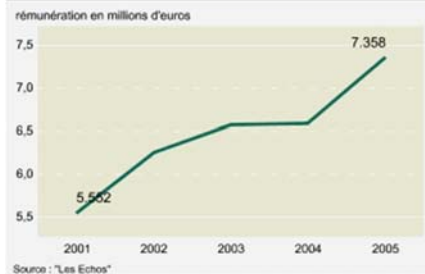
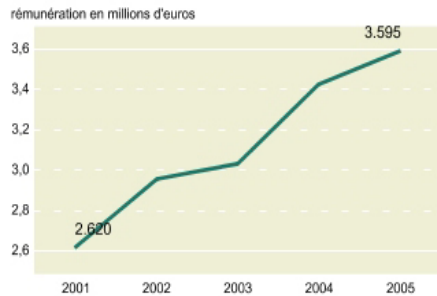
- Enracinement des dirigeants ?



Vinci : Antoine Zacharias

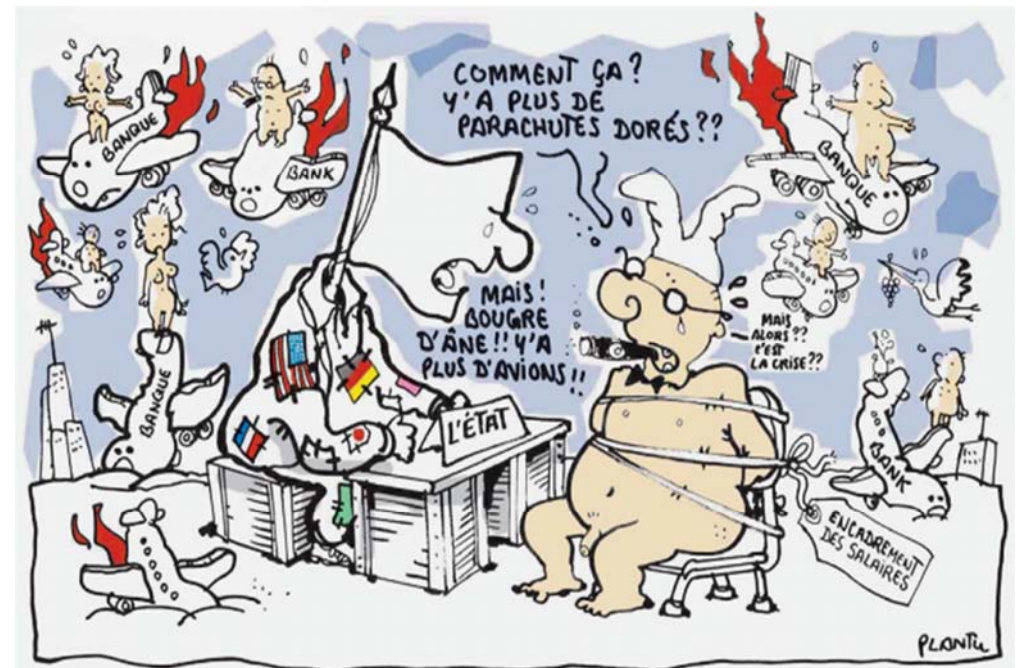


L'Oréal : Lindsay Owen-Jones



Source : "Les Echos"

Les rémunérations des dirigeants : un enjeu de société ?

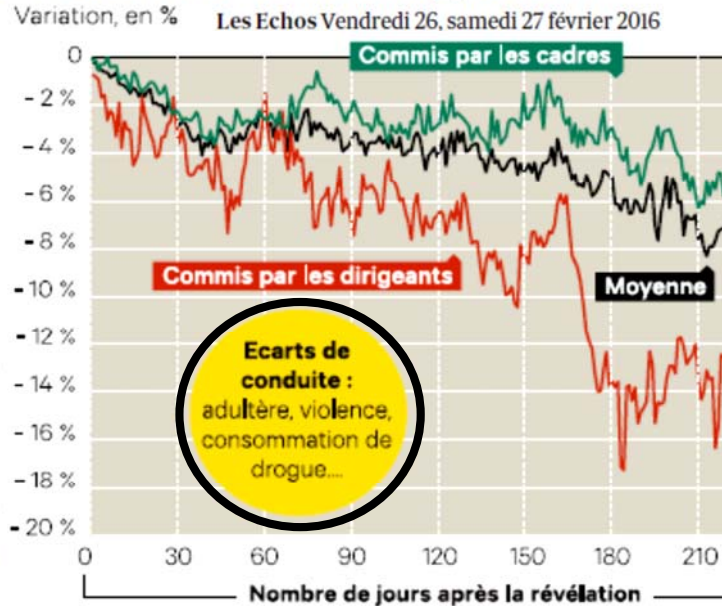


Comment Wall Street sanctionne les écarts de conduite des dirigeants

La sanction du marché après la révélation des écarts de conduite

Les cours des sociétés, dont les dirigeants et cadres commettent des délits à caractère privé, chutent de 3,8 %.

Les mensonges sont davantage sanctionnés par Wall Street que les autres infractions.



49

CEO compensation: does shareholder "say on pay" reduce "fat cat" fury?



50

Boards' Response to Shareholders' Dissatisfaction:
The Case of Shareholders' Say on Pay in the UK



- Research reveals that corporate regulations introduced in the UK in 2002 have helped keep CEO and director remuneration transparent, accountable and linked to performance.
- Walid Alissa indicate that shareholders demonstrate sophistication in their 'say on pay' vote while boards do respond, albeit selectively when company performance is poor.

51

Sélection et suivi des projets d'investissement

- Quelques références
 - *Motifs et conséquences de l'adoption des stock-options*
 - Philippe Desbrières, Banque et Marchés, 1999
 - <http://leg.u-bourgogne.fr/wp/0991101.PDF>
 - *Executive Compensation as an Agency Problem*
 - Lucian Arye Bebchuk and Jesse M. Fried
 - Journal of Economic Perspectives—Volume 17, Number 3—Summer 2003—Pages 71–92
 - <http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/2003.Bebchuk-Fried.Executive.Compensation.pdf>
 - *Executive Compensation and Incentives*
 - Martin J. Conyon
 - Academy of Management Perspectives
 - <http://www2.lse.ac.uk/fmg/researchProgrammes/corporateFinance/corporateGovernance/pdf/executiveCompensationAndIncentives.pdf>

52