

La dissolution du cœur la *Deutschland AG*

Christopher Lantenois¹

CEPN - CNRS

Résumé : L'objet de cet article est d'examiner dans quelle mesure le « cœur » de la *Deutschland AG* – défini comme l'ensemble des participations croisées capitalistiques et humaines entre les principales institutions financières - a été affecté par les pressions combinées d'un ensemble de phénomènes externes (globalisation, construction européenne) et internes (stratégie d'acteurs, réformes domestiques) au capitalisme germanique. Nous démontrons clairement que ces mutations ont signé son érosion brutale. Puis, nous analysons les conséquences sur le modèle de banque industrie. Nous constatons notamment que les grandes institutions financières ont délaissé leur rôle traditionnel de *Hausbank*, cédant massivement leurs participations industrielles et désertant les conseils d'administration et les assemblées générales. L'article se décompose en quatre parties. Après avoir présenté le « cœur » de la *Deutschland AG* (I), nous nous intéressons à deux facteurs de pression – le comportement des acteurs et la volonté réformatrice des autorités publiques - (II) à l'origine de son érosion. Puis nous quantifions empiriquement l'ampleur de sa déstabilisation (III). Enfin, nous réfléchissons aux conséquences sur le modèle de banque industrie (IV).

Abstract: The aim of this paper is to study to what extent the "heart" of the *Deutschland AG* - defined as the set of cross-shareholdings and cross-mandates between the major financial institutions - has been affected by the combined pressures of external (globalization, European integration) and internal (strategy of actors, domestic reforms) phenomena. We show that these mutations have signed his brutal erosion. Then, we analyze the impact on the bank/industry model. We find that large financial institutions have abandoned their traditional role of *Hausbank*, selling their industrial holdings, deserting the supervisory boards and shareholders' meetings. After presenting the "heart" of the *Deutschland AG* (I), we clarify two elements of pressure that the German capitalism has to bear, namely (a) the behavior of players and (b) the reforms driven by public authorities (II). Then we empirically quantify the extent of its destabilization (III). Finally, we consider the implications on the bank/industry model (IV).

Mots-clés : relation banque industrie, participations croisées, croisement de mandats, gouvernance d'entreprise.

Classification JEL : G32, G38, L14



¹ lantenois@club-internet.fr

Introduction

Au tournant de la décennie 1990, la place financière allemande ne constitue pas un « marché du contrôle ». Fragmentée et peu liquide, sa taille est modeste et l'actionnariat des sociétés cotées principalement familial et fortement concentré. Dans ce contexte, les OPA inamicales sont une pratique inhabituelle et critiquée par l'opinion publique² (Albert, 1991). Le second rôle incarné par les marchés de capitaux contraste alors avec la prépondérance des banques, avec à leur tête la Deutsche Bank, dans le financement de l'économie et la gouvernance des entreprises. Les banques allemandes font de tout. Outre l'attribution de crédits classiques et la récolte des dépôts, les banques maison (« *Hausbank* ») disposent dans les grandes sociétés cotées des blocs de contrôle faisant d'elles des actionnaires de référence. Elles détiennent également une part importante des voix au sein des assemblées générales (AG par la suite) - grâce aux procurations des petits actionnaires déposants (système du « *Depotstimmrecht* ») - et leurs administrateurs siègent dans les conseils de surveillance (Pesin et Strassel, 2006).

Protectrices à l'égard des entreprises domestiques faisant l'objet de convoitises, elles endossent la tenue de chevalier blanc, a fortiori lorsque les offensives émanent d'assaillants étrangers. Telle fût la *Deutschland AG*³, cette organisation du capitalisme germanique qui octroya aux entreprises domestiques une protection contre les assauts des investisseurs allochtones et la pression des actionnaires minoritaires (Streeck, 2009). Présentes dans de nombreux organes de direction, les banques participent directement à la définition de la politique industrielle nationale et régulent les fusions et acquisitions (Zysman, 1983). Les restructurations se réalisent ainsi pour l'essentiel hors du marché par cession de gré à gré des blocs de contrôle (Dupuy et Morin, 1991). Entre elles, les institutions financières affichent également des liens capitalistiques et humains qui solidifient la structure du capitalisme rhénan et lui confère une grande stabilité. Banques et compagnies d'assurance s'échangent ainsi des blocs de participations et des administrateurs. Elles contrôlent collectivement leurs AG (Baums et Fraune, 1995).

Selon les approches en terme de « *variété des capitalismes* », l'architecture institutionnelle d'un pays conditionne la stratégie et la spécialisation de ses entreprises en raison d'avantages comparatifs institutionnels qui leurs permettent de produire certains types de biens plus

² Franks and Mayer (1998) répertorient seulement trois OPA hostiles entre 1945 and 1994.

³ L'expression peut être traduite par la « *société anonyme allemande* » ou « *Germany Inc* ».

efficacement que la concurrence (Aoki, 2001 ; Hall et Soskice, 2001 ; Amable, 2003). Si bien que le savoir-faire des entreprises allemandes dans la production de biens à haute valeur ajoutée et à fort contenu technologique ne résulte pas du hasard mais trouve son origine dans les institutions constitutives du capitalisme rhénan. A ce titre, le système financier « orienté banque » et les relations de confiance et de long terme nouées entre entreprises industrielles et banques maison ont joué un rôle décisif⁴. Car en jouissant d'un accès à un « capital patient » non tributaire des critères de profitabilité de court terme, et un intérêt moindre porté à la valeur actionnariale, les dirigeants allemands ont pu engager leur entreprise dans des projets de long terme parfois délicats (Streeck, 2009).

Cette proximité entre banque et industrie n'a été rendue possible que parce que les institutions financières étaient protégées des pressions extérieures grâce aux liens qu'elles avaient tissés entre-elles⁵. Dans la mesure où elle a été une condition essentielle pour que les banques et les entreprises industrielles puissent s'engager dans des relations de long terme, nous nommons cette promiscuité entre institutions financières le « cœur financier » de la *Deutschland AG*⁶. Depuis une vingtaine d'années pourtant, des chocs tant exogènes qu'internes à l'économie allemande s'accumulent et menacent son existence. La globalisation financière a accru la pression des investisseurs institutionnels étrangers, facilitée en cela par la libéralisation de la finance européenne organisée par la Commission et le Parlement européens. Les gouvernements des chanceliers Kohl puis Schröder ont également légiféré afin de moderniser leur place financière et accroître son attractivité à l'égard des investisseurs institutionnels étrangers, transformant incontestablement son cadre légal et sa physionomie (Nowak, 2004 ; Du Plessis et alii, 2007). En outre, les acteurs domestiques confrontés à un environnement plus concurrentiel ont cherché davantage à s'affranchir des pratiques traditionnelles et exploiter de nouvelles opportunités stratégiques.

⁴Pour une revue de littérature sur la banque industrie, voir notamment Eber (2001). Toutefois, la littérature théorique souligne plusieurs avantages liés à la répétition des interactions entre l'entreprise et sa banque principale : accès à une « ligne de crédit perpétuelle » implicite (Eber, 1993), taux de crédit plus faible que ceux pratiqués par la concurrence (Webb, 1992), réduction de la discrimination des tarifs et du rationnement lors de chocs conjoncturels négatifs (Harhoff et Körting, 1998 ; Petersen et Rajan, 1994), adaptation des conditions de remboursement quand la firme est en difficulté (Elsas et Krahen, 1998). A contrario, un certain nombre de coûts sont également montrés : distorsions de concurrence entre les banques et capture des clients (Sharpe, 1990), refinancement systématique des clients et laxisme dans le contrôle (Dewatripont et Maskin, 1995). Sur ce dernier point, l'Allemagne a connu au cours de la décennie 1990 une série de scandales de gouvernance révélant le soutien abusif des banques à l'égard de leurs clients et leur contrôle insuffisant.

⁵ Pour soucis de simplicité, nous qualifierons sous le terme d'entreprises industrielles les sociétés non financières, qui par définition incluent les sociétés industrielles et commerciales.

⁶ La paternité du concept de « cœur financier » revient à Dupuy et Morin (1991).

L'objet de cet article est double. D'une part, nous chercherons à estimer dans quelles mesures les chocs susmentionnés ont impacté le « cœur » la *Deutschland AG*. Puis nous nous intéressons aux conséquences de l'érosion du « cœur » sur la relation banque industrie. Notre plan est ainsi structuré. Nous caractériserons dans un premier temps le « cœur » à l'origine de la grande stabilité de la finance allemande. Puis nous énumérerons les principaux facteurs de pression, comportementaux et législatifs, susceptibles d'affecter cette proximité capitalistique et humaine entre les principales institutions financières. Nous verrons ensuite dans quelle mesure le « cœur » s'est totalement disloqué en quelques années. Nous nous intéresserons enfin (IV) à l'affaiblissement du système de la *Hausbank* et de relation banque industrie. A dessein, notre étude précède l'éclatement de la crise financière.

1. Présentation du cœur de la *Deutschland AG*

Nous désignons par « cœur financier » de la *Deutschland AG* la relation de proximité tissée entre les établissements financiers allemands⁷. Afin de le spécifier, nous retiendrons trois aspects : le réseau de participations croisées (1.1), la forte représentation des banques dans les AG (1.2) et les croisements de mandats (1.3).

1.1. Les participations capitalistiques entre institutions financières

Dans l'Allemagne d'après-guerre, les grandes institutions financières ont tissé entre elles un réseau dense de participations croisées stables. L'apogée de ce système est atteint au début des années 1990. Pour mesurer la densité des liens capitalistiques, nous nous sommes tenu à étudier les rapports d'activités de quatre grandes banques – la Deutsche Bank, la Dresdner Bank, la Commerzbank et HypoVereinsbank (HVB par la suite) – et de deux compagnies d'assurance : Munich Ré et Allianz. Au début de la décennie 2000, la banque bavaroise HVB disposait de 13,6% des droits de vote de l'assureur Allianz et 13,3% du réassureur Munich Ré (tableau 1). Ce dernier possédait en retour 5,4% des droits de vote d'HVB et 24,99% d'Allianz.

A ce titre, la première compagnie d'assurance allemande a longtemps été considérée comme le cœur du réseau (Höpner et Krempel, 2003). Pendant des décennies, Allianz aura été

⁷ Sous le terme établissements financiers, nous pensons aux grands établissements bancaires privés et les grandes compagnies d'assurance.

l'institution financière la plus présente dans le capital des autres principales banques et compagnies d'assurance allemandes. Au début de ce millénaire, elle contrôlait encore 21,7% des droits de vote chez la Dresdner Bank, 17,4% d'HVB et 24,8% de Munich Ré. Avec cette dernière, Allianz a noué une relation intime pendant près de quatre-vingt ans. En 1921, les deux compagnies signèrent un contrat visant à structurer et approfondir leurs liens. L'accord se concrétisa notamment par une prise de participations de Munich Ré dans le capital d'Allianz de 25% et l'institutionnalisation de croisements de mandats perpétuels entre les deux conseils de surveillance⁸ (Feldman, 2001).

Tableau n°1 : Participations croisées entre principales institutions financières en 2000

	Actionnaires	Droits de vote
Allianz	HypoVereinsbank	13,6%
	Deutsche bank	7,04%
	Dresdner bank	21,2%
	Munich Ré	24,99%
Deutsche Bank	Allianz	5%
Dresdner Bank	Allianz	21,7%
HypoVereinsbank	Allianz	17,4%
	Munich Ré	5,4%
Munich Ré	Allianz	24,8%
	HypoVereinsbank	13,3%
	Deutsche Bank	9,6%
	Dresdner Bank	9,1%

Sources : Rapports d'activités.

1.2. Les participations aux assemblées générales

La législation allemande autorise la délégation du droit de vote par un actionnaire à un mandataire en vertu d'une procuration écrite. On parle alors de « *Depotstimmrecht* »⁹. Dans la pratique, les petits actionnaires ont presque toujours confié leurs droits à leurs banques, leur conférant un grand pouvoir dans les AG dans la mesure où elles votaient au nom de milliers d'actionnaires. Cette surreprésentation bancaire a concerné aussi bien les entreprises industrielles, que les sociétés commerciales ou financières.

⁸ L'accord prévoit également qu'Allianz se restreigne à l'assurance directe et de ne pas concurrencer Munich Ré dans les métiers de réassurance. En retour, toutes les filiales de Munich Ré qui existaient déjà dans l'assurance directe ont été transférées à Allianz. Par ailleurs, les présidents des directoires des deux compagnies se voyaient accorder automatiquement un siège dans le conseil de surveillance de l'autre.

⁹ La délégation est à durée limitée, révocable à tout moment et reconductible. La banque doit formuler des propositions de vote pour chacun des points à l'ordre du jour au cours de l'assemblée générale en se fondant sur l'intérêt des actionnaires. Elle doit également demander à ses clients des instructions de vote.

Dans ce sens, l'étude de 1995 de T. Baums et C. Fraune nous renseigne sur la présence des banques dans les AG annuelles de banques au début de la décennie 1990. A partir d'un panel constitué des vingt-quatre sociétés cotées allemandes dont le capital est alors le plus dispersé, les auteurs démontrent que les grandes banques – Deutsche Bank, Commerzbank, Dresdner Bank, Bayerische Hypotheken Bank et Bayerische Vereinsbank – étaient fortement représentées dans leurs assemblées générales respectives (tableau 2). A titre d'illustration, la Deutsche Bank détenait en 1992 14,1% des droits de vote de la Dresdner Bank et 3,0% de la Commerzbank alors que cette dernière possédait 13,4% des droits de vote de la Deutsche Bank et 16,3% de la Dresdner Bank.

Tableau n°2 : Les droits de vote des cinq plus grandes banques entre elles en 1992

	Deutsche B	Dresdner B	CommerzB	Bayr. V	Bayr. H	Somme
Deutsche Bank	<u>32,07</u>	14,14	3,03	2,75	2,83	54,82
Dresdner Bank	4,72	<u>44,19</u>	4,75	5,45	5,04	64,15
Commerzbank	13,43	16,35	<u>18,49</u>	3,78	3,65	55,70
Bayr. Vereinsb.	8,80	10,28	3,42	<u>32,19</u>	3,42	58,11
Bayr. Hypo.	5,90	10,19	5,72	<u>10,74</u>	<u>23,87</u>	56,42

Sources : Baums et Fraune (1995) Outre la détention directe, les données incorporent les droits de vote par procuration et les participations détenues par les fonds d'investissement filiales de ces institutions.

Les banques, par l'intermédiaire du vote par procuration, disposaient en outre d'une assise confortable au sein de leur propre assemblée générale. La Deutsche Bank possédait ainsi 32,1% des droits de vote dans sa propre assemblée, la Dresdner Bank 44,2% et la Bayerische Vereinsbank 32,2%. La somme des droits de vote à la disposition des cinq banques leur accordait collectivement la majorité dans chacune des cinq AG. Ainsi, plus de la moitié des droits de vote de la Deutsche Bank (54,8%) ou de la Commerzbank (55,7%) était dans les mains de ces cinq établissements bancaires. Presque deux tiers pour la Dresdner Bank.

1.3. Les croisements de mandat entre institutions financières

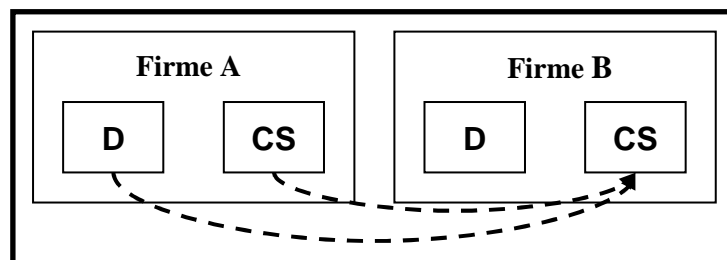
La présence d'un réseau dense reliant entre eux les managers des banques et des compagnies d'assurance a été également un trait distinctif du capitalisme allemand. Ce mode de coordination hors marché, basé sur l'échange d'informations privées à l'intérieur d'un réseau, a assuré la diffusion et le partage d'une information fiable et stratégique. Les institutions financières allemandes ont développé par le canal des croisements de mandats des relations de coopération consensuelle par opposition aux relations de concurrence (Hall et Soskice, 2001).

Cette structure de pouvoir a produit une élite homogène de dirigeants se connaissant tous et réglant leurs affaires entre eux (Albert, 1991). Les conseils de surveillance des institutions financières –notamment ceux de la Deutsche Bank et d’Allianz - ont été à ce titre des lieux de connexion privilégiés (Höpner et Krempel, 2003).

Le conseil de surveillance est l’organe de contrôle de la société anonyme allemande. Ses membres sont élus par l’AG des actionnaires et les salariés de l’entreprise pour les sociétés de plus de cinq cent salariés¹⁰. Ces administrateurs sont pour prérogative de contrôler la gestion du directoire, nommer ses membres, déterminer leur rémunération, les conseiller et pour juste motif, les révoquer. Le consentement du conseil de surveillance doit être sollicité pour les fusions et acquisitions, les grands investissements ou les cessions d’activité. Dans la pratique, les conseils de surveillance furent également exploités comme des outils de coopération et de circulation de l’information entre les membres du réseau (Jackson, 2001).

Concrètement, les croisements de mandats par l’intermédiaire du conseil de surveillance sont de deux types : soit un membre du directoire de la firme A exerce un mandat dans le conseil de surveillance de la firme B, soit un membre du conseil de surveillance de la firme A l’est aussi dans le conseil de surveillance de la firme B¹¹ (Schéma 1).

Schéma n°1 : Différents types d’interconnexions
(D = Directoire, CS = Conseil de surveillance)



¹⁰ Trois lois réglementent la présence des représentants du personnel dans les conseils de surveillance des sociétés anonymes allemandes. Dans le secteur du charbon et de l’acier, la loi de 1951 instaure une codétermination paritaire dans les firmes de plus de mille salariés. Le conseil de surveillance se compose du même nombre de représentants des actionnaires et des salariés, et chacun de ses deux groupes nomme une personnalité extérieure. La loi de 1972 sur l’organisation de l’entreprise (« *Betriebsverfassungsgesetz* ») réglemente la codétermination dans les entreprises de cinq cent à deux milles salariés. Ils doivent être représentés au tiers au conseil de surveillance. La loi de cogestion du quatre mai 1976 (« *Mitbestimmungsgesetz* ») s’applique enfin aux sociétés de plus de deux milles salariés, sauf celles relevant du secteur du charbon et de l’acier. Le conseil de surveillance doit être alors composé à moitié de membres représentants du personnel.

¹¹ Cette méthode est empruntée à Beyer et Windolf (1995).

Au début de l'année 1996, cinq membres d'Allianz, dont le président du directoire Henning Schulte-Noelle, siégeaient au conseil de surveillance de la Deutsche Bank (tableau 3). En retour, quatre membres de la banque francfortoise composaient l'effectif du conseil de surveillance de l'assureur. Entre Allianz et la Dresdner Bank, chacune des deux institutions avaient deux de leurs membres qui siégeaient dans l'organe de contrôle de l'autre. Tel était également le cas pour Allianz et Munich Ré. Somme toute, en 1996, toutes ces institutions détenaient au moins un poste dans chaque conseil de surveillance des sociétés de l'échantillon.

Tableau n°3: Relations entre institutions financières via le conseil de surveillance (1996)

	AL	DrB	MU	DB
AL		2	2	5
DrB	2		1	1
MU	2	1		1
DB	4	1	2	

Notes: (AL) Allianz, (DrB) Dresdner Bank, (MU) Munich Ré, (DB) Deutsche Bank. Sources : Rapports d'activités.

Il était également d'usage que le président du directoire d'une banque ou d'une assurance siège en personne dans un ou plusieurs autres conseils de surveillance (Joly, 1996). Henning Schulte-Noelle exerçait ainsi les fonctions d'administrateur dans les conseils de surveillance de Munich Ré et de la Deutsche Bank. Hilmar Kopper, porte-parole du directoire de la Deutsche Bank siégeait dans celui de Munich Ré, comme Albrech Schmidt, alors président du directoire de Bayerische Vereinsbank. Wolfgang Röller, ancien président du directoire de la Dresdner Bank et président du conseil de surveillance en exercice siégeait quant à lui dans les conseils d'Allianz et de Munich Ré.

Le « cœur financier » du capitalisme rhénan s'est ainsi caractérisé par une forte densité des liens capitalistiques entre ses principales institutions financières, des croisements de mandats entre organes de direction et le contrôle par les banques des AG d'actionnaires. Ces attributs ont conféré à la place allemande une grande stabilité et une relative étanchéité à l'égard des

investisseurs étrangers. En retour, comme nous le verrons par la suite, les grandes banques, et dans une certaine mesure les compagnies d'assurance, ont noué avec les entreprises industrielles des relations de long terme qui ont participé à la construction de la compétitivité des entreprises allemandes dans la production de biens à haute valeur ajoutée et à fort contenu technologique (Streeck, 2009 ; Amable, 2003).

2. Les facteurs de pression

Depuis plus d'une vingtaine d'années, le système financier allemand doit répondre à une succession de chocs dont l'intensité peut potentiellement déstabiliser la relation banque industrie. Au niveau global, la déréglementation financière s'est traduite par la formation et le renforcement des investisseurs institutionnels, devenus aujourd'hui les principaux détenteurs de la propriété du capital des grandes sociétés cotées¹². Au niveau communautaire, les institutions européennes ont multiplié les directives et règlements pour uniformiser les cadres réglementaires nationaux et unifier les marchés de capitaux. En Allemagne enfin, l'évolution du comportement de banque, avec à leur tête la Deutsche Bank (2.1), et la volonté réformatrice des pouvoirs publics (2.2) ont profondément participé à la reconfiguration des règles du jeu.

2.1. L'évolution du comportement des banques : le rôle pionnier de la Deutsche Bank

Les grandes banques privées allemandes ont été une des pierres angulaires du redressement et des performances économiques de l'après-guerre. Jouant pleinement leur fonction de banque maison, elles financèrent le développement des groupes dans lesquels elles possédaient des participations, de même qu'elles s'investissaient dans leur gouvernance. A partir de la fin des années 1980, le modèle de la *Hausbank* est toutefois progressivement abandonné pour les métiers de banques d'investissement¹³. Clef de voûte du capitalisme rhénan, la Deutsche Bank est la première banque allemande à repenser profondément son modèle économique (Beyer,

¹²Ces nouveaux acteurs sont à même d'influencer significativement la fonction « objectif » des managers et les stratégies industrielles des groupes investis. Voir sur ce point Lantenois et Coriat (2011).

¹³ Une des raisons tient notamment à une concurrence particulièrement sévère sur le marché domestique de la part des banques publiques. Pendant des décennies, ces dernières ont bénéficié d'une obligation de garantie (« *Gewährträgerhaftung*») imposée aux Länder qui se trouvaient dans l'obligation d'honorer tous les engagements de leur banque régionale qui ne pouvaient être satisfaits sur les actifs de celle-ci. Cette protection constituait virtuellement une garantie contre le risque de cessation de paiement, assurant aux établissements publics un refinancement plus favorable par rapport à leurs concurrents privés grâce à une meilleure notation. (Hackethal et Schmidt, 2005). Elle fut supprimée en 2005 sur injonction européenne.

2006). En quelques années, elle se métamorphose et relègue au second plan de ses priorités stratégiques les métiers de banque commerciale de détail pourtant à l'origine de son expansion dans l'après-guerre.

Historiquement, le rachat en 1989 de la banque d'affaires britannique Morgan Grenfell marque la date clé de son tournant stratégique¹⁴. Cinq ans plus tard, elle décide de fusionner ses propres activités de marché avec celles de Morgan Grenfell au sein de Deutsche Morgan Grenfell et localise la nouvelle entité à Londres. Par ce choix, la direction revendique son ambition de faire de la Deutsche Bank une des plus importantes banques d'investissement dans le monde d'ici à la fin du siècle (Les Echos n°16902, 19/05/1995). Elle ne cache pas non plus que lorsque l'intégration de sa filiale londonienne sera finalisée, elle pourrait envisager un rachat d'une firme de Wall Street. Au cours de la décennie 1990, la banque procède donc essentiellement à une croissance organique, notamment par l'intermédiaire de débauchages d'équipes chez ses concurrents¹⁵. Le statut de « *global player* » dans les métiers de financement et d'investissement s'acquière définitivement en juin 1999 avec l'acquisition de la banque américaine Banker Trust (9,6 milliards d'euros). Sur la période, la volonté de la Deutsche Bank de développer ses activités de marchés financiers contraste avec le traitement du détail alors totalement négligé. En 2000, la direction tente même de se délester de sa banque de dépôt en la mariant avec Dresdner Bank. Mais le projet avorte¹⁶.

Le repositionnement stratégique de la Deutsche Bank s'est traduit par une évolution profonde de la structure de son bilan et de l'origine de ses revenus. Très clairement, nous constatons dans le graphique 1 le recul latent de la part des dépôts et des prêts accordés à la clientèle dans le bilan. En matière de revenu, la part des revenus d'intérêt dans le produit net bancaire (PNB) se contracte également sur la période au profit des revenus tirés par les activités de marchés, comme les commissions liées à la gestion d'actifs, les activités de change, le placement de titres ou le conseil. Au début de la décennie 1990, les résultats d'intérêt contribuaient à hauteur de 65% au PNB contre un peu moins de 30% quinze ans plus tard¹⁷.

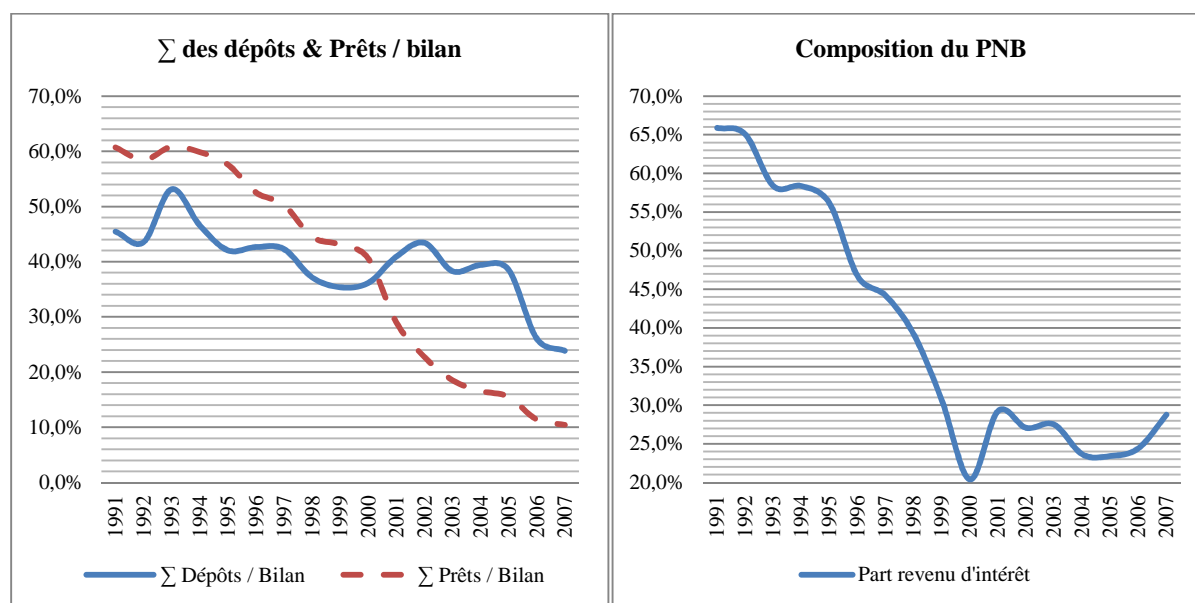
¹⁴ Le Der Spiegel (4/12/1989) dira de cette opération quelle est « *la plus importante décision stratégique de la Deutsche Bank depuis la 2^{de} guerre mondiale* » et fait office de tête de pont lui ouvrant les portes de la City.

¹⁵ Notamment chez Warburg, Barings, Morgan Stanley ou Merrill Lynch (Les Echos n°17163, 7/6/1996).

¹⁶ Depuis 2005, la banque redécouvre les vertus du détail aux revenus moins volatiles avec les rachats de Berliner Bank et Norisbank en 2006. Depuis 2008, elle est engagée dans une prise de contrôle en plusieurs étapes de la Postbank.

¹⁷ La Dresdner Bank s'est également attelée à partir de la seconde moitié de la décennie 1990 à acquérir des sociétés spécialisées dans les métiers de marché. En 1995, elle rachète Kleinwort Benson, un fleuron de la

Graphique 1 : statistique de la Deutsche Bank



Sources : Rapports d'activités. La formule retenue est la suivante: revenu net d'intérêt / produit net bancaire. Le produit net bancaire est la somme des revenus net d'intérêt et assimilés + commissions nettes + gains ou pertes sur activités de portefeuille + autres revenus d'exploitation bancaire – autres charges d'exploitation bancaire.

Pour financer son expansion dans la banque d'investissement, la Deutsche Bank n'hésite pas à alléger son portefeuille de participations issues du modèle de banque industrielle. Pour ce faire, elle crée en décembre 1998 une structure indépendante, la DB Investor, dont la mission est de gérer ses participations industrielles dans une optique purement financière¹⁸. Rolf Breuer, alors président du directoire de la banque, justifie cette opération comme une mesure de transparence nécessaire, « *les Anglo-Saxons voyant souvent la Corporate Germany comme un petit club où l'on règle ses affaires en famille (...)* C'est une bonne nouvelle pour nos actionnaires » (Les Echos n°17797, 17/12/1998). La valeur boursière des titres est alors estimée à 20 milliards d'euros au début de la décennie 2000. Comme nous le verrons *supra*, la banque va massivement céder ses participations à partir de 2002 et l'entrée en application de la réforme fiscale.

banque d'investissement britannique, et s'ouvre les portes de la City. Puis en 2000, c'est au tour de la banque d'affaires américaine Wasserstein, Perella & Co, capture qui lui permet de se renforcer dans le secteur du conseil en fusions et acquisitions aux Etats-Unis. Au cours de la tentative d'OPA hostile de Krupp sur Thyssen, elle s'associe également au raid boursier en proposant ses services de conseil et de financement par l'intermédiaire de sa filiale Kleinwort Benson. En outre, elle externalise en 1998 ses participations dans une optique de gestion de portefeuille. De son côté, la Commerzbank est restée relativement en retrait des grandes manœuvres en n'opérant aucun achat spectaculaire, préférant se renforcer à Londres avec quelques prises ciblées.

¹⁸ La cession de participation a également été utilisée comme un outil de « lissage » des résultats au début de la décennie 2000 ou servi à financer des programmes de rachats d'actions.

Pour se défaire de son image de pilier du modèle rhénan et améliorer sa crédibilité sur la scène internationale, la Deutsche Bank va également repenser son discours et sa stratégie. Tout est fait pour accroître son image globale et « apatride », notamment en recourant aux concepts et références anglo-saxons. En matière de communication, il aura fallu moins de dix ans pour que l'image qu'elle présentait d'elle-même à la fin des années 1980, à savoir celle d'une banque universelle ancrée sur son territoire domestique, soit abandonnée au profit de celle d'une banque d'investissement globale au service de ses actionnaires. Dès 1995, la Deutsche Bank présente ses comptes selon les normes internationales IAS, une première en Allemagne. La direction explique alors sa décision par souci de transparence à l'égard des investisseurs internationaux. De la même manière, lorsque le groupe est coté au New York Stock Exchange en octobre 2001, les normes de comptabilité US-GAAP sont adoptées. Clemens Börsig, alors directeur financier de la banque justifie à nouveau ce choix comptable par une plus grande transparence pour les analystes, de même que « *cela permet de nous comparer à nos véritables pairs (Goldmann Sachs ou Citigroup, NDLR) qui siègent aux Etats-Unis* ». Indicateur de référence dans la communauté financière, la Deutsche Bank est également une des premières firmes allemandes à faire référence au ROE. Ce concept fait son apparition dans les rapports d'activité de manière sporadique au début des années 1990. A partir de la seconde moitié de la décennie, sa référence devient systématique. Il devient au début des années 2000 son principal indicateur de performance¹⁹.

Le choix des personnalités siégeant à la tête du groupe, avec les nominations au poste de président de directoire de Rolf Breuer²⁰ (1997-2002), puis de Joseph Ackermann²¹ (depuis 2002), marque également la volonté de la banque de prendre des distances avec son passé, voire de se convertir à la culture des banques d'investissement américaines. Dans ce sens, la reconfiguration de la structure de gouvernance en 2002 avec l'instauration en marge du directoire d'un « comité exécutif » - composé essentiellement de banquiers d'investissement - est inédite en Allemagne. En se dotant d'un véritable PDG, et non plus d'un simple porte-

¹⁹ Voir sur ce point notamment le rapport d'activité 2003. Par ailleurs, pour atteindre ses objectifs en matière de ROE – à savoir un ROE à 25% quels que soient les cycles conjoncturels - le groupe n'hésite pas en 2005 à supprimer 6 400 postes en Allemagne alors que les bénéfices (et les dividendes) sont en forte hausse. Elle devient alors une des cibles favorites des opposants au libéralisme économique en Allemagne.

²⁰ Entré à la Deutsche Bank en 1956, il passe une trentaine d'années dans les activités boursières et de marchés. Il est l'un des principaux artisans de la mutation opérée par la place financière de Francfort, notamment en présidant le conseil de surveillance du Deutsche Börse pendant plus de dix ans.

²¹ Ancien du Crédit Suisse, spécialiste de la banque d'affaire, Josef Ackermann organise l'intégration de Bankers Trust au sein de la Deutsche Bank. Dès septembre 2000, il est annoncé comme le successeur de Rolf Breuer. Il est le premier dirigeant étranger de la banque.

parole, la banque rompt avec la tradition allemande qui favorise le consensus au sein du directoire²².

Prendre des distances avec l'industrie est perçue également comme une condition essentielle pour gagner en crédibilité sur la scène internationale. La direction du groupe annonce ainsi en mars 2001 son intention de se retirer des conseils de surveillance des entreprises industrielles (Höpner et Krempel, 2003). Par le passé protectrice des intérêts nationaux lorsque ces derniers étaient menacés par des assauts étrangers²³, la Deutsche Bank n'intervient plus pour ne pas nuire à sa réputation de banque d'investissement. Alors présente au conseil de surveillance de Mannesmann, la banque ne cherchera pas à court-circuiter l'OPA de Vodafone (2000). Nombre de fois par le passé, elle s'était engagée à soutenir les groupes au bord de la faillite. Sur ce point également, les pratiques changent. En 2002, la Deutsche Bank, alors actionnaire à 15,4% de Philips Holzmann et son principal créancier, lâche le groupe de BTP qui fait faillite. Dans certaines circonstances, elle en vient même à exploiter à « contre-emploi » les liens structurels de la banque industrie dans son intérêt. Au cours de l'OPA hostile manquée de Krupp sur sa concurrente Thyssen (1997), sa filiale londonienne Morgan Grenfell conseille Krupp, alors qu'un membre du directoire de la maison mère siège au conseil de surveillance de l'entreprise cible²⁴. Le conflit d'intérêt provoque alors un tôle et vaut à la Deutsche Bank les critiques très vives de l'opinion publique.

2.2. La volonté réformatrice des autorités allemandes

Les Chanceliers Kohl et Schröder ont profondément réformé leur système financier et la gouvernance domestique afin d'accroître l'attractivité de la place allemande à l'égard des investisseurs étrangers²⁵. Pour ce faire, il aura fallu défaire un carcan de réglementations, taxes et interdictions diverses et transformer un ensemble de petits marchés régionaux

²² De façon plus anecdotique, le directoire tient ses réunions en anglais, la langue officielle du groupe. En outre, en 2002, Deutsche Bank avait défrayé la chronique en Allemagne, la presse prêtant au groupe l'intention de délocaliser son siège social de Francfort à Londres. La banque avait alors démenti.

²³ On se souvient qu'en 1974, la Deutsche Bank avait repris ponctuellement Daimler-Benz pour empêcher l'état du Koweït de prendre le contrôle de la firme automobile avec le soutien des grands acteurs financiers allemands. Plus récemment, la première banque allemande avait appuyé Continental en 1991 lors de la tentative d'OPA hostile de son concurrent italien Pirelli.

²⁴ Aux côtés de la Dresdner, et de Goldman Sachs, la Deutsche Bank s'était également engagée à financer l'OPA. Au final, le projet d'OPA échoua. Quelques mois plus tard, les deux entreprises décidèrent de fusionner. Ainsi, le rapprochement s'effectua par la voie de la négociation, plus traditionnelle en Allemagne.

²⁵ Une partie du travail législatif a certes consisté à transposer les directives européennes dans le droit domestique de sorte qu'aujourd'hui, l'essentiel de la réglementation applicable en Allemagne est issue des textes communautaires.

fragmentés et opaques en un marché unifié, liquide et transparent²⁶. Deux mesures retiennent particulièrement notre attention compte tenu de leur capacité de désorganisation du « cœur financier » de la *Deutschland AG*, à savoir la KonTraG et la réforme fiscale de 2000.

2.2.1. La KonTraG

Initiative du gouvernement Kohl, la loi sur le contrôle et la transparence des entreprises (« *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich* » ou KonTraG) constitue la principale révision du droit des sociétés depuis une trentaine d'années (Cioffi, 2002). Prenant effet en 1998, le texte se polarise sur le contrôle et la transparence des grandes entreprises et le rétablissement par voie réglementaire la crédibilité de la gouvernance à « l'allemande » alors sérieusement ternie par une série de scandales²⁷. Le législateur aspire également à attirer les investisseurs étrangers. Dans ce sens, la KonTraG matérialise l'évolution des mentalités vers une prise en considération accrue des actionnaires minoritaires. Les principaux organes de la société anonyme – directoire, conseil de surveillance et AG – sont concernés par la réforme dont le but est de remédier à leurs faiblesses et d'en améliorer le fonctionnement et la transparence.

En prohibant toute déviation au principe « une action, une voix », la KonTraG fait de l'Allemagne un précurseur en Europe en matière de « démocratie actionnariale » (Beyer et Höpner, 2003). L'émission d'actions à droits de vote multiples, alors très répandues, est proscrite. Quant aux droits de vote multiples existant, ils devront disparaître au bout de cinq ans en contrepartie d'une juste péréquation de leur valeur. Les restrictions aux droits de vote devront également être supprimées dans les deux années à venir. En privant ainsi la direction de moyens de défense, la loi expose les sociétés allemandes à une vulnérabilité accrue en cas d'OPA. En ce qui concerne les AG, le texte met de l'ordre dans les droits de vote par procuration et limite l'influence des banques. Les établissements bancaires sont dorénavant contraints à faire un choix. Si leur participation directe dans le capital d'une société excède les 5% des droits de vote, ils doivent arbitrer entre voter en leur propre nom ou exercer le droit de

²⁶Quatre lois de modernisation des marchés financiers (1990, 1994, 1998 et 2002) ont profondément révisé le droit boursier en matière de délit d'initié, de publication de l'information et de franchissement de seuil. Pour plus de détail sur ce point, voir Nowak (2004).

²⁷ Tels que Metallgesellschaft, le fabricant de revêtements pour salles de sport Balsam ou encore l'agent immobilier Schneider, firmes dans lesquelles la Deutsche Bank possédait une position centrale dans la gouvernance.

vote de leur client. Les banques ne peuvent plus cumuler leurs droits personnels et ceux qu'elles détiennent en dépôt²⁸.

2.2.2. La réforme fiscale de 2000

Votée en juillet 2000, la réforme fiscale entre en vigueur au 1^{er} janvier 2002. La loi exonère fiscalement les plus-values réalisées lors des cessions de participations capitalistiques détenues depuis au moins un an. L'objectif de cette mesure est double. D'une part elle ambitionne d'accroître la liquidité - le « *free float* » - de la place boursière allemande en augmentant le nombre d'actions échangées. Pour cela, les grands groupes industriels et financiers sont encouragés à céder leurs participations capitalistiques sous exonération fiscale. Le taux jusqu'alors pratiqué, d'environ 50%, avait figé le capitalisme allemand, donnant aux institutions financières un argument sur-mesure pour ne pas avoir à se séparer de leurs participations (Gabel, 2001). D'autre part, en libérant des capitaux frais, la réforme entend accélérer la restructuration du tissu économique en permettant aux entreprises de se renforcer sur leur métier de base. Dans la mesure où les grandes banques privées et les compagnies d'assurance détiennent le plus d'actifs, on attendait d'elles une réduction importante de leurs portefeuilles de participations aboutissant à un démêlage de la toile des participations croisées en Allemagne.

3. L'érosion brutale du cœur de la *Deutschland AG*

Avec pour toile de fond les réformes domestiques, la pression de la globalisation financière et la construction européenne, il convient maintenant d'étudier dans quelle mesure les interconnexions capitalistiques et humaines entre les principales institutions financières allemandes, à savoir le « cœur » de la *Deutschland AG*, ont été affectées par ces différentes sources de tension. Dans cette troisième section, nous analyserons successivement l'état des liens capitalistiques entre institutions financières (3.1), la montée en puissance des investisseurs étrangers dans le capital (3.2), la participation des banques dans les AG d'actionnaires (3.3) et les croisements de mandats entre les organes de direction (3.4).

²⁸ La KonTraG légalise également les rachats d'actions et facilite la distribution de stock-options.

3.1. La dislocation des liens capitalistiques traditionnels

En quelques années, la promiscuité capitalistique entre les institutions du « cœur » a totalement volé en éclat. La réforme fiscale leur a octroyé les moyens légaux de se désengager les uns des autres sans frais. Au cours de l'année 2008, plus aucune de ces principales sociétés financières ne possédait plus de 5% des droits de vote chez une des autres, hormis Allianz alors propriétaire de la Dresdner Bank depuis 2001²⁹. Pour certaines participations, le désengagement n'a pris que quelques mois. Au premier janvier 2002, la Deutsche Bank contrôlait 7,2% des droits de vote de Munich Ré. Moins de trois mois plus tard, sa participation avait fondu à 5,5%, puis à 4,2% fin mai avant que le solde ne soit cédé en juin de la même année (Les Echos n 18 678, 19/06/2002).

Six années auront fallu pour que la relation octogénaire entre Allianz et Munich Ré soit totalement consommée. En Mai 2000, les deux compagnies munichoises annoncèrent publiquement leur volonté de réduire leurs participations croisées d'ici la fin de l'année 2003. Elles souhaitaient ainsi « *augmenter leur flottant et accroître l'intérêt des investisseurs internationaux* » pour leurs actions (Les Echos n°18 147, 05/05/2000). Puis en octobre 2003, un nouveau palier vers l'indépendance est franchi avec la résiliation de l'accord de coopération qui les liait depuis 1921. Cette séparation s'est traduite par la dissolution constante de leurs participations croisées. A la fin de l'année 2002, la participation de Munich Ré dans Allianz s'élevait à 21%. Puis elle a été ramenée à 12,2% en novembre 2003, 8,9% en mai 2004, franchissant le seuil des 5% en juillet 2005. Le constat est similaire pour Allianz à l'égard de Munich Ré : participation de 22,3% fin 2002, 13,6% en octobre 2003, 9,4% mi-2004 et le franchissement du seuil symbolique des 5% (4,9%) en 2006.

3.2. La montée en puissance des investisseurs étrangers dans le capital

La désagrégation des liens capitalistiques traditionnels entre institutions financières nous incite à nous questionner sur la personnalité de leurs nouveaux propriétaires. A partir du tableau 4, nous constatons d'une part que la structure du capital des établissements étudiés s'est très fortement internationalisée. En juillet 2008, les investisseurs étrangers contrôlaient 71% du capital d'Allianz contre seulement 21% en 2000. Depuis 2005, HVB est propriété

²⁹ Depuis, le paysage bancaire allemand a connu certains bouleversements. Allianz a revendu le 31 août 2008 sa filiale Dresdner Bank à la Commerzbank. Au début de l'année 2009, l'état allemand possédait 25% du capital de la Commerzbank – contre partie d'un plan de sauvetage financier – et Allianz environ 14%.

italienne avec son rachat par Unicredit. Au cours de l'année 2008, les investisseurs étrangers disposaient également de 72,5% des droits de vote de la Commerzbank contre environ 40% en 2000. La Deutsche Bank, bien qu'elle connaisse une structure capitalistique moins internationalisée avec 55% de son capital dédié à des investisseurs étrangers, était cependant l'établissement le plus tourné vers l'extérieur du point de vue de ses activités. Quant à Munich Ré, 68,9% de ses droits de vote étaient en possession d'investisseurs étrangers.

Tableau n°4 : Principaux actionnaires des institutions financières (mi-2008)

	Etrangers	Premier actionnaire
Allianz	71%	UBS (3,8%)
Commerzbank	72,5%	Generali (9,99%)
Deutsche Bank	55%	Deka International (4,93%)
Dresdner Bank	0%	Rachetée par Allianz (2001) puis revendue à la Commerzbank (2008)
HVB	100%	OPE de l'italien Unicredit en 2005
Munich Ré	68,9%	AXA (5,59%)

Sources : Rapports d'activités et site de la BaFin.

Second constat, hormis la Dresdner Bank et HVB contrôlées respectivement par Allianz (puis la Commerzbank) et Unicredit, les autres établissements de l'échantillon n'avaient aucun actionnaire influant dont la participation excédait 10% des droits de vote. L'assureur italien Generali, actionnaire de référence de la Commerzbank, contrôlait 9,99% de la banque en juillet 2008. Le premier actionnaire de Munich Ré, l'assureur français AXA, disposait de 5,59%. En outre, aucun actionnaire ne franchissait le seuil des 5% chez la Deutsche Bank et Allianz. Pour cette dernière, le rythme et l'ampleur du processus de dispersion du capital ont été particulièrement remarquables. En 2000, Munich Ré et la Dresdner Bank contrôlaient encore respectivement 25% et 21,2% de ses droits de vote (*Voir section 1.1*).

3.3. La désertion des assemblées générales

Nous ne disposons pas de données précises telles celles qui nous sont proposées par Baums et Fraume (1995). Néanmoins, une série d'indices nous permet de supposer un retrait massif des banques des AG.

Tout d'abord, nous venons de constater (*voir infra 3.1*) la désagrégation des liens capitalistiques directs et croisés que les banques et les compagnies d'assurances avaient tissés

entre-elles. « Au mieux », ces établissements sont aujourd’hui des actionnaires minoritaires dont l’influence que leur accordent leurs participations est négligeable. Par ailleurs, la KonTraG a limité le pouvoir des banques dans les AG en leur imposant de choisir entre voter en nom propre ou représenter leurs clients, et non plus les deux à la fois³⁰. Indice complémentaire, nous constatons depuis une quinzaine d’années un net recul de l’actionariat individuel au profit des placements collectifs. Entre 1991 et 2006, la part des petits actionnaires dans le capital des sociétés cotées a ainsi reflué de 19,3% à 13,9% alors que celle des fonds d’investissements allemands progressait sur la période de 4,2% à près de 13% (DAI, 2007). Dans la mesure où les ménages s’investissent de moins en moins à titre individuel sur les marchés, ils ont mécaniquement une propension moindre à déléguer leurs droits de vote à leur banque.

En outre, les banques se sont caractérisées par le passé par leur assiduité aux AG. Pour conséquence, le taux de participations au vote excédait généralement les 50% (Tableau 5). En 1998, ce taux atteignait 71% pour Allianz et 76% pour Munich Ré, presque 50% pour la Deutsche Bank et Commerzbank. Dix ans plus tard, le taux n’avoisina plus que les 40% pour Allianz, 45% pour Munich Ré et 33% pour la Deutsche Bank (33,2%). En une décennie, caractérisée par la dissolution des liens capitalistiques traditionnels et la montée en puissance des investisseurs étrangers, la participation aux AG a fortement reculé. Ce constat s’interprète comme une érosion du système de vote par procuration, les nouveaux actionnaires, principalement les étrangers, semblant moins voter et moins déléguer leurs droits.

Tableau n°5 : Participations aux assemblées générales

	1998	2001	2003	2006	2008
Allianz	70,9%	53,7%	40,0%	39,2%	40,2%
Commerzbank	46,5%	56,1%	57,3%	40,9%	46,0%
Deutsche Bank	44,7%	34,4%	38,8%	40,7%	33,2%
Munich Ré	75,8%	65,6%	57,5%	43,2%	45,1%

Sources: Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW).

3.4. L’épuisement des croisements de mandats

Tendance concomitante au désengagement capitalistique, nous remarquons également très clairement une dissolution des liens humains (Tableau 6). En juillet 2008, Allianz ne disposait

³⁰ Dans la pratique, elles ne guère plus le choix dans la mesure où elles ne disposent plus de participations directes supérieures à 5%, seuil fixé par la loi pour devoir arbitrer.

plus d'aucun siège dans les conseils de surveillance de la Commerzbank, de la Deutsche Bank et de Munich Ré. Constat similaire pour la Commerzbank à l'égard des autres institutions financières de l'échantillon. Seules la Deutsche Bank et Munich Ré siégeaient l'une chez l'autre en la personnalité de Henning Kagermann, le président du directoire de SAP présent dans les deux conseils de surveillance. Somme toute, les croisements de mandats entre institutions financières ont donc pratiquement disparu. Le « cœur financier » de la *Deutschland AG* n'existe plus dans son aspect formel.

**Tableau n°6 : Relations entre institutions financières via le conseil de surveillance
(mi-2008)**

	AL	CB	MU	DB
AL		0	0	0
CB	0		0	0
MU	0	0		1
DB	0	0	1	

Notes: (AL) Allianz, (MU) Munich Ré, (DB) Deutsche Bank, (CB) Commerzbank Sources Rapports d'activités.

Dans un environnement institutionnel en pleine évolution, la défiscalisation des plus-values issues de la cession des participations détenues par les banques et les compagnies d'assurance a suffi pour disloquer totalement les liens capitalistiques qu'elles entretenaient entre elles. Certes le processus d'ouverture de la finance allemande était déjà enclenché, avec à sa tête la Deutsche Bank, mais la réforme fiscale a indéniablement accéléré le phénomène. La loi a déverrouillé le capitalisme rhénan jusqu'alors protégé de l'extérieur et contrôlé par les banques. Les croisements de mandats se font également de plus en plus rares. A contrario, les investisseurs institutionnels étrangers sont montés en puissance, profitant des cessions de blocs d'actions et de la dissolution des liens croisés pour entrer dans le capital des sociétés financières et acquérir du pouvoir dans leurs organes de direction. Avec ce nouveau type d'actionnaires, une nouvelle culture managériale et de nouvelles normes de gouvernance, plus

focalisées sur des objectifs financiers de court terme, vont se diffuser outre-Rhin et amener le système bancaire à se moderniser³¹. La banque industrie traditionnelle va s'en trouver affecté.

4. L'impact sur la relation entre banque et industrie

Dès la fin du 19^{ème} siècle et l'effort d'industrialisation engagé par le Chancelier Bismarck, la gouvernance et le financement de l'industrie sont cédés en partie aux banques³². C'est à cette époque que naissent les grandes banques privées universelles : la Deutsche Bank (1870), la Commerzbank (1870) et Dresdner Bank (1872). Dès leurs premières heures, elles participent à la genèse, puis au développement des fleurons du capitalisme allemand, en octroyant des prêts et/ou en prenant part au capital³³. Se sont ainsi construites entre sphères bancaires et industrielles des relations de long terme matérialisées par l'octroi de crédits non tributaires des critères de profitabilité de court terme. Avec des banques créancières et actionnaires, les managers industriels ont pu se consacrer à la croissance organique de leur entreprise, fidéliser une main d'œuvre qualifiée, autonome et polyvalente et construire leur compétitivité dans des secteurs d'activités où la diffusion de la technologie et la compétence des salariés importent le plus (Hall et Soskice, 2001 ; Amable, 2003, Streeck, 2009). A ce stade, il convient d'examiner les conséquences de la dissolution du « cœur » de la *Deutschland AG* sur le système de la *Hausbank* entre banques et industrie. Nous focaliserons notre attention sur l'évolution des sources de financement des grandes sociétés cotées (4.1) puis du rôle des banques dans leur gouvernance (4.2).

4.1. Le recul brutal du financement bancaire domestique

Pour se financer, les grandes entreprises cotées ont eu traditionnellement recours à l'autofinancement, puis secondairement à des prêts bancaires domestiques (Börsch, 2007)³⁴. Depuis peu, nous assistons toutefois à une transformation du modèle de financement des sociétés cotées marquée par la diversification des sources de financement externe.

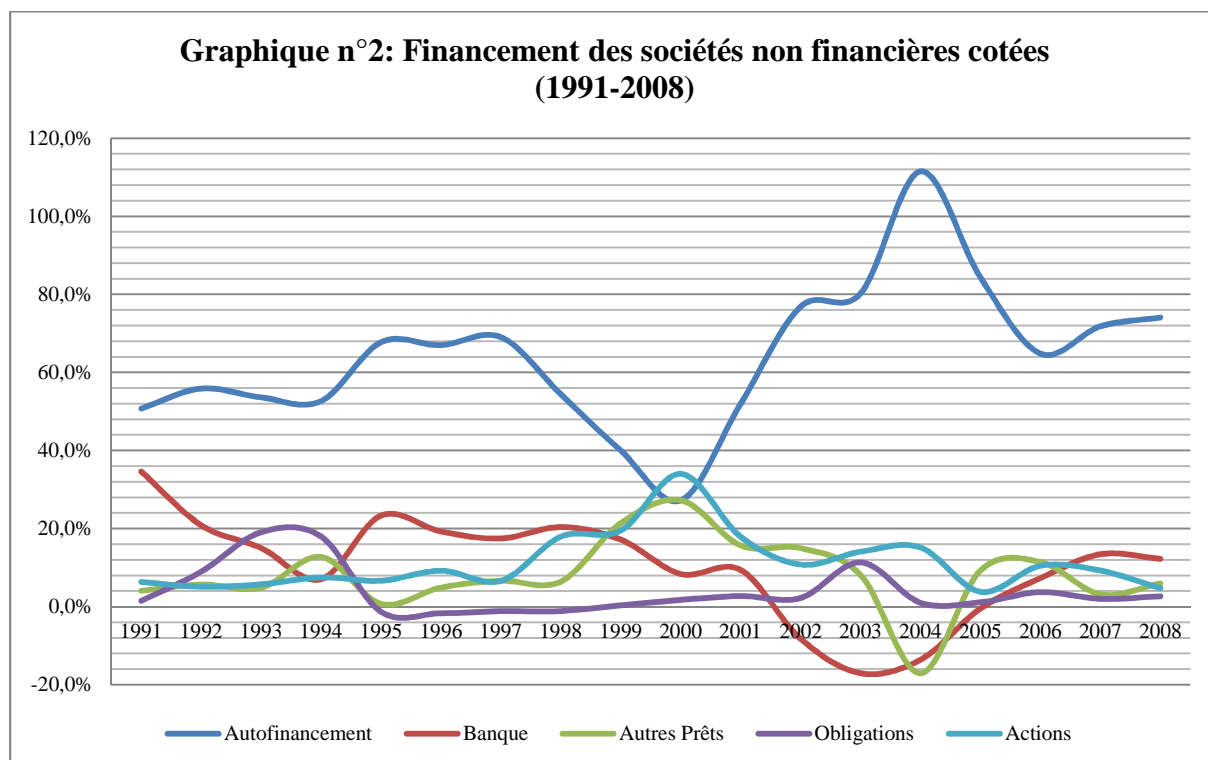
³¹ Sur l'impact de la montée en puissance des investisseurs institutionnels étrangers sur le comportement et la stratégie des sociétés allemandes (et françaises), cf Lantenois et Coriat (2011).

³² Zysman (1983) souligne que la puissance publique a eu tendance à déléguer la politique industrielle aux acteurs privés, et au premier plan les banques privées et la Deutsche Bank.

³³ Une partie des participations est également venue des périodes de difficultés au cours desquelles les crédits étaient transformés en capitaux propres. Les banques sont partiellement devenues co-propriétaires de l'industrie de façon involontaire.

³⁴ Contrairement aux PME. Voir sur ce point l'étude de la Banque de France et la Bundesbank (1999).

Dans ce sens, le graphique 2 présente l'évolution de la part des principales sources de financement (autofinancement, bancaire domestique, bancaire étranger, obligataire et actions) dans le financement total des institutions non financières cotées. Nous distinguons clairement un « avant » et un « après » bulle financière liée aux nouvelles technologies. « *Avant* », nous observons un recul relatif de l'autofinancement à partir de 1997, avec un minimum de 27,2% en 2000. Cette contraction du financement interne est compensée par une nette expansion des émissions (nettes) d'actions (34,0% en 2000) et les autres prêts, essentiellement d'institutions bancaires étrangères (27,3% en 2000). « *Après* », les émissions d'actions retrouvent progressivement des proportions similaires à celles connues avant la bulle (4,7% en 2008). L'autofinancement augmente quant à lui très fortement, atteignant un pic de 112,9% en 2004³⁵. En 2008, avec une part relative de 74,1%, son niveau était légèrement supérieur à celui des années 1990.



Sources : Bundesbank. Calculs de l'auteur.

En dépit de fortes fluctuations, la part des prêts bancaires domestique sa reculé de 34,6% en 1991 à 12,3% en 2008. Entre 2002 et 2005, leur participation au financement des institutions non financières cotées a même été négative. Du côté de l'offre de crédits, les banques allemandes en proie à une profonde crise ont coupé le robinet du crédit et adopté un

³⁵ Avec un taux d'autofinancement supérieur à 100%, les entreprises cherchent à se désendetter.

comportement procyclique totalement inhabituel (Nehls et Schmidt, 2003). Du côté de la demande de crédits, les entreprises non financières ont pour leur part cherché à se désendetter massivement et à diversifier l'origine de leurs fonds (Börsch, 2007). Elles se sont pour cela de plus en plus tournées vers des prêteurs étrangers, comme en témoigne le fait que la part des « autres prêts » a constamment excédé celle des prêts domestiques entre 1999 et 2006. Enfin, en dépit d'un pic constaté au début de la décennie 1990, le recours au financement obligataire demeure très modeste sur la période.

Le tableau 7 soutient la thèse d'un changement de modèle avec pour période charnière le tournant du millénaire. Jusqu'à la mi-1990, le financement des sociétés cotées reposait essentiellement sur l'autofinancement, secondairement sur les prêts bancaires domestiques. Après quelques années d'indétermination concomitantes à la convention « nouvelle économie », l'autofinancement s'est fortement consolidé (80,5% entre 2002 et 2008). Sur la période étudiée, la part des actions croît légèrement (9,7% entre 2002-2008 contre 6,7% entre 1991-1997). Au contraire, celle du financement obligataire recule (3,4% entre 2002-2008 contre 6,2% entre 1991-1997). Les « autres prêts » demeurent stables autour de 5%. Fait notable et argument puissant en faveur de la thèse du desserrement des liens financiers entre banques et industrie, la part du financement bancaire domestique se contracte fortement sur la période au point de contribuer négativement au financement des sociétés non financières cotées entre 2002 et 2008.

Tableau n°7 : Sources de financement des sociétés non financières cotées (moyenne)

	1991-1997	1998-2001	2002-2008
Autofinancement	59,5%	43,4%	80,5%
Banques domestiques	19,6%	13,8%	-0,9%
Autres Prêts	5,7%	17,7%	5,1%
Obligations	6,2%	0,9%	3,4%
Actions	6,7%	22,3%	9,7%
Pension	2,3%	1,8%	2,1%
Total	100,0%	100,0%	100,0%

Sources : Bundesbank. Calculs de l'auteur.

4.2. Les banques dans la gouvernance des sociétés cotées

Dans cette section nous nous intéressons au rôle des grandes banques privées dans la gouvernance. En tant que *Hausbank*, elles ont traditionnellement tissé des liens privilégiés

avec l'industrie. Le système de droit de vote par procuration leur a conféré une voix importante au sein des AG. Elles siégeaient également dans le conseil de surveillance de nombreuses sociétés, ce qui leur a permis d'influencer directement la nomination des membres du directoire et, le cas échéant, leur révocation. Pivot du système financier, elles ont pesé lourdement sur le paysage industriel en conduisant le mouvement de fusions et acquisitions (Zysman, 1983). Hier portée au pinacle, cette consanguinité a trouvé ses limites dans une économie mondialisée³⁶ et les grandes banques se retirent ces dernières années de la gouvernance des sociétés cotées.

4.2.1. Le désengagement du capital

Contrairement aux idées reçues, les banques allemandes ne se sont pas massivement investies dans l'industrie. En 1991, la participation de l'ensemble des institutions bancaires (privées, publiques et mutualistes) dans le capital des sociétés cotées avoisinait 12,5%, contre 10,8% en 2006 (DAI, 2007). Tout compte fait, l'engagement de la Deutsche Bank dans Daimler a été la seule véritable exception, son caractère unique étant confirmé par le fait que les 28,2% de la banque dans le constructeur automobile équivalaient à 8,3 milliards de Deutsche Marken 1989, soit plus que la valeur de l'ensemble des participations industrielles de la Dresdner Bank et de la Commerzbank réunies (Joly, 1996). Les autres participations durables, comme celles de la Commerzbank dans MAN, Thyssen ou Linde, ou de la Dresdner dans BMW n'ont jamais excédé 10%. Les banques allemandes n'ont pas été des actionnaires « capitalistiquement » dominants. En outre, les participations se sont limitées à quelques sociétés cotées et plus rarement des firmes non cotées³⁷ (Vitols, 2005).

Dans les années 1990, les banques (et les compagnies d'assurance) vont s'engager progressivement dans la vente de leur portefeuille de participations. Dans un premier temps limité, le mouvement prend lentement de l'ampleur à partir de la seconde moitié de la décennie (O'Sullivan, 2002). Mais la fiscalité des plus-values de cessions, jusqu'alors totalement désincitative, bride les opportunités de cessions. Ce n'est qu'à partir de 2002 et l'entrée en vigueur de la réforme fiscale que le rythme va formidablement s'accroître. Le tableau 8 est particulièrement illustratif sur le désengagement des institutions financières du

³⁶ Problèmes de transparence, de conflits d'intérêts, de réputation et d'entrave à la mobilité capitalistique...

³⁷ Par exemple, le rapport d'activité de la Deutsche Bank de 1995 indique que cette dernière disposait de participations supérieures à 5% du capital dans seulement trente entreprises non financières. Vingt-six d'entre elles étaient des sociétés cotées dont treize listées au DAX-30 et au MDAX.

capital des sociétés cotées allemandes. En 2001, soit un an avant l'entrée en vigueur de la loi, la Deutsche Bank, la Commerzbank, Dresdner Bank, HVB, Allianz et Munich Ré cumulaient collectivement soixante-dix-huit participations supérieures à 5%. En février 2008, il demeurait trente-neuf participations, soit une contraction de 50%. Parmi les banques, le désengagement le plus marqué est à l'actif de la Deutsche Bank (de 20 à 10), puis HVB (de 11 à 6). Du côté des assureurs, Allianz a également allégé massivement de son portefeuille, malgré qu'il ait récupéré en 2002 les participations de la Dresdner Bank. Comme le souligne Beyer (2002), l'assurance a amorcé un tournant stratégique comparable à celui des grandes banques en « troquant » son comportement d'investisseur industriel stable pour celui d'un gestionnaire actif. Aujourd'hui, sa stratégie d'investissement s'apparente à celle d'un fonds d'investissement qui diversifié son portefeuille avec l'acquisition de participations minoritaires dans un grand nombre de sociétés. A l'allègement des portefeuilles s'adjoint une légère hausse de la prise de participation moyenne (de 31,7% en 2001 à 32,7% en 2008)³⁸.

Tableau n°8 : Participations des institutions financières dans les firmes cotées

	Type	2001		2008	
		N	Moy	N	Moy
Deutsche Bank	Banque privée	20	23,4%	10	23%
Commerzbank	Banque privée	6	33,6%	7	35,9%
Dresdner Bank	Banque privée	13	23,9%	0	0%
HVB	Banque privée	11	52,6%	6	37,4%
Allianz	Assurance	19	25,9%	9	27,8%
Munich Ré	Assurance	9	31,0%	7	39,3%
Total		78	31,7%	39	32,7%

NB : nous ne faisons pas la distinction entre entreprises financières et non financières dans ce tableau. Sources : Weber (2005) pour données 2001, données Bafin pour 2008.

4.2.2. le retrait des assemblées générales

En dépit d'une faible implication capitalistique, les banques par l'intermédiaire du système de procuration ont joui d'un pouvoir stable et conséquent dans les AG des principales sociétés industrielles allemandes.

³⁸Lorsque l'on soustrait aux participations totales celles détenues dans les filiales, la prise de participation moyenne diminue fortement pour Commerzbank, HVB, Allianz et Munich Ré. En février 2008, la Commerzbank disposait de 98,04% des droits de vote d'Eurohypo, l'établissement de crédit spécialisé dans le crédit immobilier, et 79,9% de Comdirect, sa filiale de bourse en ligne. Si on retranche ces deux filiales, la participation moyenne de la Commerzbank n'est plus que de 14,7%. Il en est de même pour HVB. Si on retranche ses 75% de droits de vote chez DAB Bank, sa participation moyenne n'est plus que de 29,9%. Pour Allianz, si on retire les 91% dans Allianz Lebensversicherungs et les 90% dans Oldenburgische Landesbank, sa participation moyenne tombe à 9,9%. Enfin pour Munich Ré, si on soustrait les 91,7% dans la compagnie d'assurance ERGO, alors la participation moyenne n'est plus que de 30,6%.

Joly (1996) fait référence à une étude de 1961 sur quatre cent vingt-cinq sociétés cotées, soit 75% de la capitalisation totale de la place, selon laquelle 70% de ce capital se trouvait dans les mains de banques, 1,2 milliard en détention directe et environ huit milliards sous forme de dépôts de clients. La surreprésentation des banques dans les assemblées générales n'était donc pas récente. L'étude de Baums et Fraune (1995) citée précédemment confirme ce point. En 1992, les banques contrôlaient plus de 95% des droits de vote de Siemens, 9,9% à titre de détention directe et plus de 85,6% sous forme de dépôt de leur clientèle. Les valeurs sont les mêmes pour BASF (94,71%), Bayer (91,31%), Hoeschst (98,46%) dans la chimie et la pharmacie, la Deutsche Bank (94,73%) et la Commerzbank (97,55%) dans le secteur bancaire ou VEBA (90,85%) dans l'énergie. Pour les vingt-quatre firmes de leur panel, les auteurs soulignent que les banques contrôlaient alors 84% des droits de vote, dont plus de 61% à titre de dépôts. Le tout avec des participations directes n'excédant pas les 5%. Trois banques sortent du lot : la Deutsche Bank, la Dresdner Bank et la Commerzbank. Ces dernières contrôlaient plus du tiers des droits de vote de Siemens (34,6%), de BASF (40,3%) ou Mannesmann (38,7%)... A elle seule, la Deutsche Bank possédait 17,6% des droits de vote de Siemens, 18,6% de BASF ou 19% de Bayer. 17,6% des droits de vote de BASF, 17,9% de Bayer ou 25,2% de VEBA étaient également contrôlés par la Dresdner Bank.

Malgré une implication capitaliste modeste, les banques ont contrôlé les AG des principales sociétés industrielles allemandes grâce au système de procuration. Pour des motifs semblables à ceux évoqués pour le « cœur financier » de la *Deutschland AG*, à savoir l'allégement du portefeuille de participations, le durcissement des conditions de pratique du vote par procuration en raison de la KonTraG, le recul de l'actionnariat individuel en faveur d'une intermédiation institutionnelle et l'internationalisation du capital, nous supposons que le pouvoir des banques dans AG s'est également nettement érodé.

4.2.3. La désertion des conseils de surveillance

Cette position de force dans les AG s'est également traduite par une forte représentation au sein du conseil de surveillance. Les représentants des banques (et assurances) ont ainsi influencé directement la nomination des membres du directoire et participé au contrôle de leurs activités. Selon la *Monopolkommission*, la Deutsche Bank siégeait en 1986, par l'intermédiaire d'au moins un administrateur, dans trente-neuf conseils de surveillance des cent plus grandes sociétés cotées, la Dresdner Bank dans vingt-deux et la Commerzbank dans

quinze (Joly, 1996). Présentes quantitativement, les banques l'ont été également qualitativement. Leurs représentants, principalement pour la Deutsche Bank, ont souvent occupé le poste de président, fonction qui concède à son titulaire un droit de vote double décisif pour arbitrer lors d'un désaccord entre représentants des actionnaires et des salariés. Dans ce sens, onze sièges de président du conseil de surveillance des sociétés du DAX-30 étaient attribués à des banquiers en 1992 (Prigge, 1998).

En quelques années, les banquiers ont déserté les conseils de surveillance. Outre le fait que cette défection soit le fruit d'une volonté stratégique (voir *section 2.1*), ce tarissement est la conséquence logique de l'érosion de leur pouvoir en AG dans la mesure où les banques pèsent moins sur la nomination des membres du conseil de surveillance. Quantitativement, la défection de la Deutsche Bank est emblématique. Selon Beyer (2006), la première banque allemande était présente en 1980 dans quarante conseils de surveillance des cent plus grandes firmes allemandes. En 1995, ce nombre a décliné à trente-cinq, puis dix-sept en 1999 et seulement cinq en 2002. Sur l'aspect qualitatif cette fois, Höpner (2001) montre qu'entre 1992 et 1999, la part des représentants de banques au poste de président du conseil de surveillance dans les quarante plus grandes sociétés cotées a décliné de 44% à 23%. A partir d'un panel de vingt-cinq sociétés, mondialisées et toutes cotées au DAX-30 la majeure partie de la décennie 2000, Lantenois (2010) confirme également la disparition des banquiers des conseils de surveillance des entreprises industrielles. Hormis Klaus-Peter Müller (Commerzbank) et Clemens Börsig (Deutsche Bank), tous deux présidant le conseil de surveillance d'une banque, plus aucun banquier n'occupait au début de l'année 2010 cette fonction. Jusqu'à la moitié des années 1990, un tiers (32 %) des présidences leur était encore attribué.

Conclusion

Dans cet article, nous tâchons à démontrer que l'influence des institutions financières domestiques dans le financement et la gouvernance du capitalisme allemand ont été profondément altérées. Jamais outre-Rhin, les liens unissant les banques aux entreprises industrielles n'avaient été menacés à ce point. Les raisons ont été énoncées, venant pour certaines de l'extérieur – la globalisation financière, l'intégration européenne – ou le résultat de décisions politiques internes, telle la modernisation de la place financière ou la

défiscalisation des plus-values sur cession de participations. Deux séries de remarques se dégagent de nos travaux.

(1) Les acteurs n'ont pas été passifs. Certains se sont même retrouvés à l'avant-garde du mouvement, se saisissant des nouvelles ressources institutionnelles procurées par la libéralisation pour se défaire des conventions traditionnelles. Dès la fin des années 1980, la Deutsche Bank (alors seule) entame une refonte profonde de son modèle stratégique et délaisse son rôle de *Hausbank* pour s'engager dans les activités de marché. Elle sera par la suite imitée. Au début des années 2000, les principales institutions financières vont prendre des distances les unes à l'égard des autres. Dans un contexte d'institutionnalisation latente de la structure de propriété du capital, la défiscalisation des plus-values issues de la cession des participations va amener la dislocation rapide et quasi complète des liens capitalistiques que les institutions financières entretenaient entre elles, soldant ce que nous avons qualifié de « cœur » de la *Deutschland AG*. La relation banque industrie typique du modèle rhénan s'en est trouvée bouleversée, les banques délaissant leur rôle traditionnel de *Hausbank*, cédant massivement leurs participations industrielles et désertant conseils d'administration et AG.

(2) Une mise en perspective d'ordre systémique est nécessaire. Il est étonnant de remarquer des évolutions de forte intensité dans des domaines institutionnels connexes et complémentaires, toutes allant dans le même sens de la déstabilisation des équilibres institutionnels et de la désorganisation du modèle allemand (Streeck, 2009). Se pose alors la question des conséquences sur le modèle de spécialisation de l'industrie allemande et sa compétitivité. La relation banque industrie a participé à cette préférence pour le long terme. Patient, le capital n'imposait pas aux entreprises des contraintes de court terme et protégeait de l'extérieur. Les dirigeants, eux-mêmes préservés d'une éviction brutale, sécurisaient leur main d'œuvre qualifiée et polyvalente en lui offrant une stabilité de l'emploi. Avec le desserrement des liens et la montée en puissance spectaculaires des investisseurs étrangers, les sociétés industrielles cotées doivent répondre à de nouvelles exigences conformes à l'idéologie de la *shareholder value* - forte croissance des profits et large distribution aux actionnaires tant sous la forme de dividendes que sous formes de rachats d'actions – et se satisfaire d'un raccourcissement de l'horizon temporel stratégique (Lantenois et Coriat, 2011). Ce constat suscite plus d'interrogations qu'il n'apporte de réponses. Quel sera alors l'impact à long terme du tarissement de la relation banque industrie et de la pression actionnariale sur

l'aptitude des entreprises à s'engager dans des projets de long terme et son modèle de spécialisation ?

Bibliographie

- Albert, M. (1991), « Capitalisme contre capitalisme », Ed. Seuil.
- Amable, B. (2003), « The Diversity of Modern Capitalism ». Oxford University Press.
- Aoki, M. (2001), « Toward a Comparative Institutional Analysis », MIT Press.
- Baums, T., Fraune, C. (1995), « Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft: Eine empirische Untersuchung », *Die Aktiengesellschaft*, n° 40, pp.97-112.
- Beyer, J. (2006), « Pfadabhängigkeit. Über institutionelle Kontinuität, anfällige Stabilität und fundamentalen Wandel », Campus.
- Beyer, J. (2002), « Deutschland AG a.D. – Deutsche Bank, Allianz und das Verflechtungszentrum großer deutscher Unternehmen », MPIfG Working Paper 02-4.
- Beyer, J., Windolf, P. (1995), « Kooperativer Kapitalismus. Unternehmensverflechtungen im internationalen Vergleich », *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie*, Vol. 47, pp.1-36.
- Beyer, J., Höpner, M. (2003), « The Disintegration of Organised Capitalism. German Corporate Governance in the 1990s », *West European Politics*, vol. 26, pp.179-198.
- Börsch, A. (2007), « Global Pressure, National System. How German corporate governance is changing », Cornell University Press.
- Cioffi, J-W. (2002), « Restructuring 'Germany, Inc.': The Corporate Governance Debate and the Politics of Company », *Law & Policy*, vol. 24, pp.355-402.
- Deutsches Aktieninstitut – DAI. (2007), *Deutsches Aktieninstitut's factbook*.
- Deutsche Bundesbank - Banque de France, (1999), « Modes de financement des entreprises en Allemagne et en France ».
- Dewatripont, M., Maskin, E. (1995), « Credit and Efficiency in Centralized and Decentralized Economies », *Review of Economic Studies*, vol. 62, pp. 541-555.
- Du Plessis, J-J., Grossfeld, B., Luttermann, C., Saenger, I. et Sandrock, O., (2007), « German Corporate Governance In International And European Context », Springer.
- Dupuy, C., Morin, M, (1991), « Le cœur financier allemand », *Revue d'économie financière*, n°17.
- Eber, N. (2001), « Les relations bancaires de long terme. Une revue de la littérature », *Revue d'économie politique*, n°111.
- Eber, N. (1993), « Relations de clientèle et concurrence sur les marchés bancaires », *Revue d'économie financière*, n°27.
- Elsas, R., Krahn, J-P. (1998), « Is Relationship Lending Special? Evidence from Credit-File Data in Germany », *Journal of Banking and Finance*, vol. 22, pp. 1283-1316.
- Feldman, G. (2001), « Allianz and the German Insurance Business, 1933–1945° », Cambridge University Press.
- Franks, J-C., Mayer, C, (1998): « Bank Control, Takeovers and Corporate Governance in Germany° », *Journal of Banking & Finance*, 22, pp. 1385-1403.
- Gabel, M. (2001), « De la banque industrie aux industries bancaires: les mutations du système bancaire allemand », dans « Allemagne 2001 : Regards sur une économie en mutation » *Travaux et documents du CIRAC*.
- Hackethal, A., Schmidt, R. (2005), « Vers une mutation structurelle du système bancaire allemand ? », *Revue d'économie financière*, n°78.

- Harhoff, D., Korting, T. (1998), « Lending Relationships in Germany – Empirical Evidence from Survey Data », *Journal of Banking and Finance*, vol. 22, pp. 1317-1353.
- Hall, P-A., Soskice, D. (2001), « Varieties of Capitalism, The Institutional Foundation of Comparative Advantage », Oxford University Press.
- Höpner, M. (2001), « Corporate Governance in Transition: Ten Empirical Findings on Shareholder Value and Industrial Relations in Germany », MPIfG Discussion Paper 2001-5.
- Höpner, M. (2003), « European Corporate Governance Reform and the German Party Paradox », MPIfG Discussion Paper 2003-4.
- Höpner, M., Krempel, L. (2003), « The Politics of the German Company Network », MPIfG Working Paper 2003-9.
- Jackson, G. (2001), « The Origins of Nonliberal Corporate Governance in Germany and Japan », Dans Streeck et Yamamura, eds., « The Origins of Nonliberal Capitalism: Germany and Japan Compared. Cornell University Press, pp.121-170.
- Joly, H. (1996), « Patrons d'Allemagne. Sociologie d'une élite industrielle 1933-1989 », Presses de Sciences Po.
- Lantenois, C. (2010), « Direction des sociétés, modèle de reproduction des élites managériales et financiarisation du capitalisme allemand : Enseignements à partir d'un panel de vingt-cinq sociétés cotées », *Revue de la régulation* [En ligne], n°8 | 2e semestre 2010.
- Lantenois, C., Coriat, B. (2011), « Montée des investisseurs institutionnels non résidents, mutations du corporate governance et stratégies d'entreprise : Evaluation et Analyse à partir d'un panel de firmes françaises et allemandes (1999-2007) », A paraître, *Revue d'économie Industrielle*.
- Nehls, H., Schmidt, T. (2003), « Credit Crunch in Germany », RWI Discussion Paper N°6.
- Novak, E. (2004), « Investor Protection and Capital Market Regulation in Germany », Social Science Research Network Working Paper Series.
- O'Sullivan, M. (2002), « Le rôle du marché boursier dans les systèmes nationaux de gouvernance », *Revue française de gestion* n°141.
- Pesin, F., Strassel C. (2006), « Le modèle allemand en question », Ed. Economica.
- Petersen, M., Rajan, R. (1994), « The benefits of lending relationships: Evidence from small business data », *Journal of Finance* n°49.
- Prigge, S. (1998), « A Survey of German Corporate Governance », dans Hopt, K-J., Handa, H., Roe, M., Wymeersch, E., Prigge, S. « Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research ». Oxford: Oxford University.
- Sharpe, S. (1990), « Asymmetric Information, Bank Lending, and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationships », *Journal of Finance*, vol. 45, pp. 1069-1087.
- Streeck, W. (2009), « Re-Forming Capitalism: Institutional Change in the German Political Economy ». Oxford University Press.
- Vitols, S. (2005), « German corporate governance in transition: implications of bank exit from monitoring and control ».
- Webb, D. (1992), « Two-Period Financial Contracts with Private Information and Costly State Verification », *The Quarterly Journal of Economics*.
- Zysman, J. (1983), « Governments, Growth and Markets. Financial Systems and the politics of industrial change », Cornell University Press.