

Y a-t-il une place pour le long terme dans la finance de marché ?

Par Alexis COLLOMB

Conservatoire national des Arts et Métiers

Les marchés financiers ont souvent été critiqués pour être des espaces dans lesquels seul le profit compte et où le *diktat* des résultats de court terme prime sur les intérêts de long terme. En nous focalisant sur les marchés des actions, nous nous sommes efforcés dans cet article de faire la part des choses et de voir si le marché est intrinsèquement incompatible avec le « long terme ». Après avoir observé l'influence de la théorie de l'agence, et celle de l'efficience des marchés, pour expliquer l'importance du « cours de bourse » comme métrique incontournable de l'état d'une entreprise, nous soulignons combien les acteurs d'un même marché peuvent être aujourd'hui différents, tant par leurs priorités que par leurs temporalités. Et à l'heure des *fintechs* et des *blockchains*, force est de constater que placer des considérations de long terme au cœur des objectifs d'un marché n'est plus une utopie...

Introduction

La finance de marché, qui couvre l'ensemble des activités de financement qui s'opèrent *via* un mécanisme de marché, a souvent été accusée de nombreux maux, et ce, avec, bien sûr, une intensité accrue dans le sillage des crises financières⁽¹⁾.

Sans entrer dans les nuances nombreuses des positions, on peut constater que les marchés financiers sont souvent représentés dans l'opinion publique de manière négative comme des espaces spéculatifs, où des investisseurs essentiellement motivés par des perspectives de profit laisseraient libre cours à leur cupidité. Le profit immédiat y primerait sur les perspectives de long terme, par nature plus élusives et incertaines. Certains vont même plus loin et n'hésitent pas à évoquer les similitudes du comportement de certains acteurs du marché, c'est-à-dire les *traders*, avec celui des joueurs⁽²⁾, comparant une salle de marché à une variante d'un casino où le goût pour la spéculation ressemblerait fort à l'addiction d'un joueur pour le hasard des dés.

Du côté des entreprises, il n'est pas rare d'entendre différents dirigeants se plaindre des pressions dues aux publications fréquentes des résultats, et aux attentes des

analystes financiers qu'ils doivent constamment satisfaire sous peine de voir le prix de leur action chuter. Dans une étude sur les directeurs financiers américains, Graham *et al.* (2006) observent que 78 % des responsables sondés se déclarent prêts à « détruire de la valeur économique afin d'obtenir des résultats lisses » d'un trimestre à l'autre. Ces dirigeants pensent que des résultats volatiles, ou en décalage avec les attentes des analystes, entraînent une prime de risque plus importante. Et les auteurs de conclure que le « système encourage des décisions qui vont parfois détruire de la valeur de long terme pour atteindre les résultats ciblés par les analystes »⁽³⁾.

Certains, tels qu'Elon Musk, le fondateur charismatique de Tesla, ne font pas dans la dentelle et n'hésitent pas à dénoncer ouvertement les affres de Wall Street, allant même jusqu'à affirmer publiquement que le cycle des résultats trimestriels « entrave l'atteinte des objectifs de long terme » et que le fait de radier Tesla de la cotation permettrait à l'entreprise de mieux progresser dans sa mission, celle d'« accélérer la transition vers une énergie durable »⁽⁴⁾. Ces commentaires renvoient à un vieux débat sur les avantages et les inconvénients d'introduire une société en bourse, de passer d'un actionariat privé à l'actionariat ouvert d'une entreprise cotée. Une critique récurrente des dirigeants d'entreprises sur le point d'introduire celles-ci en bourse est qu'ils vont devoir s'ex-

(1) On pourra, par exemple, consulter l'article suivant qui souligne le pouvoir destructeur des marchés financiers lors de la crise de la zone euro : <https://www.spiegel.de/international/business/out-of-control-the-destructive-power-of-the-financial-markets-a-781590.html>

(2) ARTHUR J. N., WILLIAMS R. J. & DELFABBRO P. H. (2016), "The conceptual and empirical relationship between gambling, investing, and speculation", *Journal of Behavioral Addictions*, vol. 5, issue 4, pp. 580-591.

(3) GRAHAM J. R., CAMPBELL R. H. & RAJGOPAL S. (2006), "Value Destruction and Financial Reporting Decisions", *Financial Analysts Journal*, vol. 62, issue 6, pp. 27-39.

(4) <https://www.thefuturescentre.org/signals-of-change/219133/musk-says-quarterly-profits-are-hindering-teslas-long-term-goals>

poser aux « *day traders*, aux *raiders* activistes, et autres actionnaires de court terme qui cherchent avant tout un profit rapide et se moquent éperdument de la création de valeur de long terme de l'entreprise »⁽⁵⁾. Aussi, certains entrepreneurs n'hésiteront pas à dire qu'il est beaucoup plus avantageux de gérer une entreprise dont le capital demeure privé, au sens de concentré dans les mains de quelques actionnaires souvent historiques et de confiance (par exemple, une entreprise dont l'actionnariat est familial), que d'avoir à faire face quotidiennement, comme toute entreprise cotée, aux caprices des marchés financiers – sans même mentionner le coût et les obligations variées liés à cette opération.

Un travail de recherche d'Asker *et al.* (2011)⁽⁶⁾ souligne en outre que les entreprises non cotées investissent en moyenne une valeur équivalente à 10 % de leurs actifs contre 4 % pour les firmes cotées d'une taille comparable et relevant du même secteur. Par ailleurs, les auteurs observent que les firmes non cotées sont beaucoup plus réactives aux nouvelles opportunités d'investissement que les entreprises publiques, et concluent que leur enquête peut être interprétée comme la manifestation du coût caché important d'une introduction en bourse. Leur échantillon⁽⁷⁾ souligne une distorsion importante entre les pratiques d'investissement des entreprises cotées et celles des entreprises non cotées. Et pour les États-Unis, des travaux récents soulignent d'ailleurs que le nombre d'entreprises cotées a été divisé par deux entre 1975 et 2016⁽⁸⁾.

De manière stylisée et caricaturale, on pourrait donc, de prime abord, opposer la vision d'un « actionnariat de marché », privilégiant la spéculation et le profit immédiat, à une vision de long terme de l'entreprise portée initialement par ses fondateurs, puis perpétuée par les membres de sa direction au fil des renouvellements successifs de ces derniers. Ce diktat des résultats, fruit des exigences d'investisseurs de court terme obnubilés par le profit immédiat, se solderait par des dilemmes répétés pour les dirigeants d'entreprise entre investir aujourd'hui pour préparer demain, ou profiter aujourd'hui en laissant aux autres la charge de gérer les problèmes de demain⁽⁹⁾, ce qui se traduit dans bien des cas par l'abandon de certains projets de long terme pourtant stratégiques. Les recherches de Graham *et al.* (2006) mettent également en évidence le fait que les dirigeants des entreprises cotées

vont « régulièrement détruire de la valeur » afin de pouvoir mettre leurs résultats trimestriels en conformité avec les attentes des analystes, ou de les lisser dans le temps⁽¹⁰⁾ : telle entreprise préférera payer un dividende ou procéder à des rachats d'actions plutôt que de réinvestir, telle autre décidera de faire des coupes drastiques dans son budget de recherche et développement pourtant souvent stratégique pour l'entreprise sur le long terme, etc.

Si l'existence depuis de nombreuses années d'une pléthore de grandes entreprises prospères et cotées atteste que développement de long terme et financement par les marchés sont tout à fait compatibles, il n'en demeure pas moins que de nombreux travaux académiques suggèrent que la pression des résultats de court terme amène souvent à des comportements destructeurs de valeur pour l'entreprise. Par ailleurs, et même si notre propos se focalise ici sur le financement des entreprises, certains travaux récents ont souligné les déficiences de l'investissement de long terme dans le cadre des politiques publiques, et insistent également sur la nécessité de ne pas sacrifier l'effort à faire pour bien préparer demain, simplement pour se faciliter la vie aujourd'hui⁽¹¹⁾.

La multiplicité des acteurs et la diversité de leurs priorités

Le comportement d'un marché est dicté par celui de ses acteurs, et par leurs poids respectifs dans son évolution dynamique, et ce tant parmi les émetteurs que parmi les investisseurs.

Ainsi, chaque « investisseur »⁽¹²⁾ aura son propre profil de risque et ses préférences inter-temporelles, intrinsèques ou « programmées » s'il s'agit d'un « *robo-advisor* »⁽¹³⁾. D'un côté du spectre des possibles, on peut citer le *trading* algorithmique, et plus particulièrement le *trading* haute fréquence qui a connu un fort développement ces dernières décennies et qui représente aujourd'hui une part importante des volumes d'échanges⁽¹⁴⁾. Mû par des al-

(5) <https://www.vox.com/recode/2019/5/22/18629621/long-term-stock-exchange-explainer-capitalism-quarterly-earnings>

(6) ASKER J., FARRE-MENSA J. & LJUNGQVIST A. (2011), "Comparing the Investment Behavior of Public and Private Firms", NBER Working Paper n°17394, <https://www.nber.org/papers/w17394>

(7) L'échantillon comprend environ 250 000 entreprises privées intervenant sur le marché américain entre 2001 et 2007.

(8) DOIDGE C., KAHLE K., KAROLYI A. & STULZ R. (2018), "Eclipse of the Public Corporation or Eclipse of the Public Markets?", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 30, n°1, pp. 7-16, https://ecgi.global/sites/default/files/Eclipse%20of%20the%20Public%20Corporation%20or%20Eclipse%20of%20the%20Public%20Markets%3F_0.pdf.

Les auteurs remarquent notamment que le nombre de firmes cotées par million d'habitants est passé de 22,4 à 11,2 entre 1975 et 2016.

(9) On remarquera que les dirigeants industriels n'ont bien sûr pas le monopole de ce dilemme entre intérêts de court terme et intérêts de long terme. On le retrouve, par exemple, chez ceux investis d'un mandat politique.

(10) GRAHAM J. R., HARVEY C. R. & RAJGOPAL S. (2006), "Value Destruction and Financial Reporting Decisions", *Financial Analysts Journal*, vol. 62, issue 6, pp. 27-39. Les auteurs ont réalisé un sondage auprès de 401 cadres supérieurs et responsables financiers, ainsi que 22 entretiens approfondis.

(11) On pourra, par exemple, consulter le rapport "Betting on the Long-Term/Rebuilding investment for the Europe of tomorrow", produit en 2018 par la place de Paris sous la direction de Gérard de la Martinière : https://www.caissedesdepots.fr/sites/default/files/medias/en_-_liti_report.pdf

(12) Ce terme est à prendre dans son acception la plus large, puisqu'il peut s'agir d'un individu ou d'un programme/robot agissant pour le compte d'un particulier ou d'une personne morale.

(13) Un « *robo-advisor* », ou robot conseiller en français, est un service de gestion d'épargne en ligne qui utilise des algorithmes intégrant différentes données afin de fournir des conseils financiers, qu'il est, en général, chargé d'exécuter de manière automatisée. On pourra, par exemple, se référer aux sites yomoni.fr ou nalo.fr, pour plus d'informations.

(14) Même si le *trading* haute fréquence est devenu moins lucratif depuis quelques années, il continue d'être à l'origine de plus de la moitié des échanges d'actions sur les marchés américains, voire presque 80 % sur certains marchés à terme comme celui des devises. On pourra consulter l'article "How high-frequency trading hit a speed bump", *Financial Times*, 1^{er} janvier 2018, <https://www.ft.com/content/d81f96ea-d43c-11e7-a303-9060cb1e5f44>

algorithmes capables de réagir à la milliseconde, ou même moins, ce dernier n'a aucune considération pour les stratégies des entreprises sous-jacentes ; il est là pour exploiter d'éventuels arbitrages statistiques au regard de fenêtres d'analyse très courtes. Il peut même parfois favoriser des fluctuations temporaires de prix très fortes et totalement décorrélées de toute information fondamentale sur l'entreprise sous-jacente ⁽¹⁵⁾. À l'autre bout du spectre, certains investisseurs institutionnels peuvent, au contraire, être très à l'écoute des dirigeants des entreprises dans lesquelles ils investissent, et demeurer relativement insensibles aux fluctuations de court terme précisément du fait qu'ils se sont fixé un horizon d'investissement de long terme ⁽¹⁶⁾.

Du côté des émetteurs, chaque dirigeant est plus ou moins habile à communiquer sur la vision de son entreprise. Par exemple, Jeff Bezos d'Amazon a toujours exprimé clairement sa vision et ses priorités de long terme dans ses lettres adressées à ses actionnaires ⁽¹⁷⁾. Et l'on peut dire que, dans son cas, le marché aura fait preuve de patience et soutenu une politique agressive de développement à l'international qui nécessita des années durant des investissements considérables empêchant tout profit de court terme. Jeff Bezos faisait lui-même remarquer que dans une perspective de long terme, les « intérêts des clients et des actionnaires sont alignés, alors que ce n'est pas forcément vrai à court terme » ⁽¹⁸⁾.

La difficulté d'apprécier la valeur de long terme

Il serait faux de dire que le marché ne comprend pas le long terme : si l'on regarde certaines actions dites de croissance ⁽¹⁹⁾, on constate que le marché peut très bien accorder des valorisations importantes à des entreprises qui n'ont aucune chance d'être profitables à court terme, ou même avant plusieurs années. Mais s'il y a clairement une place pour la perception des projections de long terme dans la finance de marché, celle-ci devra faire face aux défis des asymétries d'information entre émetteurs et investisseurs et aux problématiques traditionnelles de l'efficacité : d'une part, il faudra s'assurer que toute l'in-

formation pertinente est bien communiquée au marché, tout en espérant, d'autre part, que cette information sera « parfaitement » comprise et interprétée. Or, plus l'horizon est long, et plus l'objectivité de l'efficacité est discutable. Le besoin d'intermédiation est d'ailleurs important pour permettre aux marchés de fonctionner dans le contexte de ces asymétries d'information. Pour résumer cette idée, il faut soit que les investisseurs soient suffisamment informés sur l'entreprise pour pouvoir prendre des décisions éclairées et bien en comprendre les enjeux, soit qu'ils délèguent cette compréhension à des experts intermédiaires, c'est-à-dire les analystes financiers.

L'influence de la théorie de l'agence

En plus de la difficulté d'apprécier la valeur d'une entreprise, ce qui nécessite de faire certaines hypothèses sur son développement de long terme toujours incertain, la primauté donnée au cours de bourse comme métrique incontournable de sa valeur présente résulte également de la place prépondérante qu'occupe l'actionnaire dans la « théorie de l'agence ». Celle-ci s'est développée suite à un fameux article de l'économiste Milton Friedman publié dans le *New York Times Magazine* en 1970 : un article dans lequel il dénonçait toute préoccupation de responsabilité sociale de l'entreprise comme procédant d'une « doctrine socialiste » et où il qualifiait les hommes d'affaires qui se déclaraient sensibles à cette problématique de « marionnettes à leur insu qui avaient contribué à saper les fondations d'une société libre durant les dernières décennies » ⁽²⁰⁾. Friedman affirmait qu'au fond le premier devoir d'un dirigeant d'entreprise était de servir les intérêts du propriétaire de celle-ci, c'est-à-dire, selon lui, de son actionnaire, et que toute autre mission ne relevait ni de sa compétence ni de celle de l'entreprise. Par la suite, les économistes Jensen et Meckling formalisèrent, en 1976 ⁽²¹⁾, les fondements de la théorie de l'agence en généralisant la relation d'agence comme un contrat par lequel une personne (un principal) recrute une autre personne (un agent) afin de remplir en son nom une tâche quelconque qui implique une délégation de décision du principal à l'agent – ce recrutement et cette délégation s'opérant nécessairement dans une situation d'information imparfaite.

Le développement subséquent de la théorie de l'agence amena tout un courant de pensée, chez les praticiens comme chez les académiques, à soutenir l'idée que les gestionnaires d'une entreprise doivent se soucier d'abord et avant tout de l'intérêt de ses « propriétaires », les actionnaires, et que la métrique qui compte essentiellement pour ces derniers est le cours de l'action ⁽²²⁾. Selon cette

(15) Certains considèrent que le *trading* algorithmique accentua le Flash Crash du 6 mai 2010, durant lequel le Dow Jones perdit environ 10 % de sa valeur en moins de cinq minutes pour finalement retrouver son niveau initial dans le quart d'heure qui suivit, avec un certain nombre de situations temporairement aberrantes sur des actions individuelles.

(16) Dans « Le PDG rencontre l'actionnaire : une heure pour convaincre », un entretien réalisé en 2003 dans le cadre de l'École de Paris du management, Bertrand Collomb, alors PDG de Lafarge, reconnaissait la pluralité et la segmentation des investisseurs, et leurs rôles différents, tout en avouant sa préférence « pour ceux qui s'intéressent à ce que fait l'entreprise et qui raisonnent dans la durée », <https://www.ecole.org/fr/seance/455-le-pdg-rencontre-lactionnaire-une-heure-pour-convaincre>

(17) <https://hbr.org/2019/05/amazons-priorities-over-the-years-based-on-jeff-bezoss-letters-to-shareholders>

(18) <https://hbr.org/2013/01/jeff-bezos-on-leading-for-the>

(19) Ce terme renvoie à une dichotomie classique pour les investisseurs professionnels entre les actions dites de « croissance » (*growth*) et les actions dites « décotées » (*value*), pour lesquelles on identifie une décote temporaire par rapport à une valeur de long terme estimée plus importante.

(20) <https://graphics8.nytimes.com/packages/pdf/business/miltonfriedman1970.pdf>

(21) JENSEN M. C. & MECKLING W. H. (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, issue 4, pp. 305-360.

(22) En faisant bien sûr l'hypothèse qu'il s'agit de deux individus différents, une partie importante des recherches sur la théorie de l'agence concernent les mécanismes d'alignement des incitations entre le principal et l'agent afin de s'assurer que le second ne soit pas tenté de servir son intérêt personnel au détriment de celui du premier.

vision, et en s'autorisant quelques simplifications, l'entreprise n'est certainement pas là pour sauver le monde, ou même songer à son impact sociétal – ce qui reviendrait d'ailleurs, selon Friedman, à empiéter sur les prérogatives de l'État –, mais doit se borner à ce qu'elle sait faire : produire selon son avantage concurrentiel, et servir des actionnaires qui se ressembleraient tous et seraient unanimement et essentiellement motivés par la création de valeur. Et il considère que la meilleure métrique à disposition pour évaluer cette dernière demeure le rendement financier.

L'importance croissante de certaines problématiques sociétales

Si l'éthique, la responsabilité sociale et le souci de mitiger toute externalité négative due à l'activité d'une entreprise (par exemple, la pollution) sont des considérations devenues de plus en plus fréquentes, tant chez les entreprises que chez les investisseurs, il est intéressant de noter que le thème de la « responsabilité sociale » de l'entreprise est déjà en 1970 au cœur des préoccupations. L'article de Friedman paraît d'ailleurs en contrepoint d'une réunion d'actionnaires houleuse chez General Motors (GM), au cours de laquelle un collectif d'actionnaires a demandé au président du conseil d'administration de nommer trois administrateurs indépendants pour se soucier de l'« intérêt public » et de mettre en place un comité qui évaluerait la performance de GM dans des domaines tels que la sécurité et la pollution.

Avec la prévalence aujourd'hui d'Internet, des *smartphones* et des réseaux sociaux, il est quasi certain que la capacité des actionnaires à faire pression sur les entreprises, directement ou indirectement, a considérablement augmenté. Et le développement de la « finance verte » ou de la « finance socialement responsable » répond à des exigences de citoyens dont l'épargne alimente l'ensemble de la chaîne financière. Dans ce cas, les marchés financiers ne sont que de simples courroies de transmission qui restituent les priorités des investisseurs auprès des émetteurs.

Le développement de bourses de long terme

Une « première », qui semble emblématique de cette prise de conscience de la nécessité de donner aux entreprises accès à un marché dont les investisseurs seront sensibles aux considérations de long terme, s'est traduite par la mise en place récente aux États-Unis d'un *Long-Term Stock Exchange* (LTSE)⁽²³⁾. Son fondateur, Eric Ries, un entrepreneur de la Silicon Valley, déclare que sa vision est de donner aux entreprises de tous les secteurs de l'industrie la capacité d'introduire leur société en bourse « tout en poursuivant leurs stratégies de succès pour le long terme »⁽²⁴⁾. Implicitement, il suggère qu'avec les mar-

chés actuels, ce n'est pas vraiment possible. Il souhaite construire un écosystème articulé autour d'un marché où « les entreprises pourront gérer leurs affaires en répondant aux attentes de leurs actionnaires et des différentes parties prenantes, et, plus généralement, de l'ensemble de la société »⁽²⁵⁾. Par ailleurs, ce nouvel espace d'échange a conduit à la création d'une coalition des investisseurs de long terme qui demande à ses membres d'adhérer à une charte.

Bien sûr, ce ne sont que des déclarations de principe ; il sera donc intéressant de voir comment celles-ci se déclineront dans les détails. Mais ce positionnement et cette rhétorique laissent donc entendre qu'aujourd'hui, les entrepreneurs qui veulent « construire pour durer », ou les investisseurs à la recherche d'entreprises socialement responsables, ne trouveront pas dans les places de marché existantes l'état d'esprit et la sensibilité de long terme auxquels ils aspirent. Le constat de cet entrepreneur est donc de donner à ces acteurs une place de marché dédiée.

Les avancées de la théorie économique et des sciences de gestion

Si la théorie de l'agence a longuement dominé le modèle capitaliste anglo-saxon, de nombreuses voix ont dénoncé les oublis et les approximations de son approche. Par exemple, Hart et Zingales (2017)⁽²⁶⁾ ont souligné les problèmes liés au fait que les décisions de production ne peuvent être parfaitement dissociées de certaines externalités et de leurs conséquences sociétales – celles-ci étant souvent étroitement liées à des thématiques chères à une catégorie croissante d'investisseurs, comme le réchauffement climatique. Ils montrent comment la fonction d'objectif d'une entreprise doit être repensée pour refléter le bien-être des actionnaires, et non pas simplement la valeur de marché. De même, Bower et Paine (2017)⁽²⁷⁾ soulignent les insuffisances de la théorie de l'agence et insistent sur la nécessité d'un nouveau modèle de gouvernance de l'entreprise davantage centré sur toutes ses parties prenantes. Avec réalisme, ils constatent qu'une telle transformation ne sera possible qu'à partir du moment où les administrateurs et les gérants d'une entreprise auront la possibilité d'avoir une approche plus large et de long terme de son activité, sans se soucier des risques d'interférence de « propriétaires » qui, ayant une responsabilité très limitée, n'auront selon eux pas de compte à rendre. Ils dénoncent notamment l'assimilation d'un « actionnaire » à un « propriétaire », et les errements auxquels cette confusion a, selon eux, conduit.

La technologie pour mettre en place des incitations de long terme

Aujourd'hui, la technologie semble suffisamment mûre pour pouvoir mettre en place de manière fine et granulaire

(25) *Ibid.*

(26) HART & ZINGALES (2017), "Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value", *Journal of Law, Finance, and Accounting* 2, pp. 247-274.

(27) BOWER J. L. & PAINE L. S. (2017), "The Error at the Heart of Corporate Leadership", *Harvard Business Review*.

(23) Le LTSE (<https://ltse.com>) a été approuvé comme nouvelle place d'échange de titres par le régulateur américain, la SEC, le 10 mai 2019.

(24) Source : <https://ltse.com/articles/stock-exchange-for-new-generation-of-public-companies>.

des incitations pour récompenser le long terme. Avec le développement des *security tokens* (STO) ⁽²⁸⁾, on peut par exemple envisager la mise au point de catégories d'actions avec des *lock-ups* de quelques années (impossibilité de revendre ces actions avant une période déterminée) et des incitations (par exemple, des dividendes) indexées sur la durée de détention d'une action. Si de telles idées circulent et pour certaines existent depuis longtemps (par exemple, dans le cadre des introductions en bourse), la technologie devrait permettre de réduire les coûts associés au suivi administratif de telles restrictions et favoriser une refonte de l'infrastructure post-marché. Ainsi, la traçabilité et la vérification des contingences et conditions nécessaires au pilotage de ces mécanismes incitatifs sont aujourd'hui, grâce à la transformation numérique, beaucoup plus faciles à mettre en place. Cela constitue d'ailleurs un champ d'application de la technologie *blockchain* ⁽²⁹⁾.

Conclusion

Au fond, on saisit bien le fait que les mécanismes de marché actuels peuvent mettre en relation des émetteurs et des investisseurs ayant des préoccupations très différentes : certains entrepreneurs affichent une vision de long terme, quand d'autres « investisseurs » dénués de toute vision sont régis par des règles algorithmiques de très court terme. Du côté des investisseurs, il serait caricatural de dire que l'horizon prépondérant est forcément de court terme : certains d'entre eux – les institutionnels – tiennent par exemple leurs positions sur une durée moyenne supérieure à un an, certes parfois aidés par des contraintes

réglementaires ou diverses incitations fiscales. De même, il serait naïf de croire que tous les responsables des entreprises qui vont se financer sur les marchés songent forcément à la pérennité de très long terme de leur firme.

Par ailleurs, le propos n'est pas ici de critiquer le rôle du THF, ni de savoir s'il est facteur de volatilité ou d'instabilité financière pour les émetteurs – une question qui reste complexe –, ou même de distribuer des « bons ou mauvais points » à tel ou tel type de comportement. Beaucoup des critiques précitées portaient sur les marchés américains des actions et leur modèle actuel, dans lequel une communication financière trimestrielle est exigée et où le rôle d'intermédiation de certains analystes financiers reste clé. Ces marchés sont certainement loin d'être optimaux. Mais pour beaucoup de leurs utilisateurs, ils fonctionnent, et, qui plus est, de manière très satisfaisante.

Mais le constat que nous pouvons faire est qu'il y a parfois un très fort décalage entre les préoccupations et priorités des différents acteurs d'un même marché. Une manière de favoriser les entreprises qui veulent investir pour le long terme en se souciant par exemple de certaines externalités de leurs activités au-delà des simples impératifs réglementaires du moment – le droit n'est pas la vertu – serait précisément de développer des marchés affichant des principes de long terme, et des mécanismes de contrôle contraignant les acteurs à agir dans le respect de ces principes. De telles idées ne sont pas forcément nouvelles ⁽³⁰⁾. Mais, aujourd'hui, la technologie devrait permettre de mettre en place à moindre coût de tels marchés spécialisés, avec un bien meilleur alignement des valeurs et des objectifs affichés par les différents participants. Ce n'est pas tout à fait un hasard si l'initiative déjà citée du LTSE émane de la Silicon Valley. Et sans préjuger de l'avenir de ce cas particulier, j'ai la conviction que le développement croissant de l'espace *fintech* devrait continuer à favoriser l'émergence de telles plateformes et autres places de financement, sur lesquelles précisément le droit de participer est subordonné à l'adhésion à des valeurs qui ne sont pas que financières.

(28) Un *security token* est un jeton électronique représentant un intérêt, entier ou fractionnaire, dans un titre financier ou un actif ; il est échangé sur un réseau de type *blockchain*. Assimilable à un titre financier dématérialisé, il est considéré par la plupart des juridictions comme relevant du droit financier. Encore peu courants, de tels jetons ont suscité différents efforts de normalisation afin de favoriser leur développement et leur usage. On pourra, par exemple, consulter : <https://thesecuritytokens-standard.org>

(29) Ce sujet a été traité par Collomb *et al.* (2017), dans leur article « Technologie des registres distribués : quel impact sur les infrastructures financières », publié dans les *Annales des Mines*, dans le numéro d'août 2017 de Réalités Industrielles, numéro intitulé « *Blockchains* et *smart contracts* : des technologies de la confiance ».

(30) Par exemple, l'idée de moduler le dividende attaché à une action selon la durée de détention de celle-ci, afin de favoriser les actionnaires de long terme, circule déjà depuis plusieurs décennies.