

■ L E S A M I S D E ■
l'École de Paris

<http://www.ecole.org>

**Séminaire
Vie des Affaires**

*organisé grâce aux parrains
de l'École de Paris :*

Air Liquide*
Andersen Consulting
ANRT
AtoFina
Caisse Nationale des Caisses
d'Épargne et de Prévoyance
CEA
Chambre de Commerce
et d'Industrie de Paris
CNRS
Cogema
Conseil Supérieur de l'Ordre
des Experts-Comptables
CRG de l'École polytechnique
Danone
Deloitte & Touche
DiGITIP
École des mines de Paris
EDF & GDF
Entreprise et Personnel
Fondation Charles Léopold Mayer
pour le Progrès de l'Homme
France Télécom
FVA Management
Hermès
IBM
IDRH
IdVectoR*
Lafarge
Lagardère
Mathématiques Appliquées
Mercer Management Consulting
PSA Peugeot Citroën
Renault
Saint-Gobain
SNCF
Socomine*
Thomson CSF
TotalFina Elf
Usinor

*Uniquement pour le séminaire
Ressources Technologiques et Innovation
(liste au 1^{er} novembre 2000)

**LES NOUVEAUX ACTIONNAIRES
SONT-ILS TYRANNIQUES ?**

par

Damien CARROZ
Ingénieur des Mines

et

Guillaume TEXIER
Ingénieur des Mines

Séance du 8 janvier 1999
Compte rendu rédigé par Thomas Paris

Bref aperçu de la réunion

L'actionnariat des entreprises françaises s'est beaucoup transformé en l'espace de dix ans : le désengagement de l'État a été compensé par une montée en puissance des actionnaires institutionnels, essentiellement anglo-saxons. À nouvelles formes d'actionnariat, nouvelles formes de relations avec l'actionnariat : le temps est à la *corporate governance* et à l'immixtion des actionnaires dans le management des entreprises...

Pour Damien Carroz et Guillaume Texier, les dirigeants conservent malgré tout une certaine marge de manœuvre. Les actionnaires institutionnels sont souvent, individuellement, minoritaires, leurs positions sont rarement consensuelles et leur influence ne s'exerce pas de manière aussi tyrannique qu'il y paraît. Une bonne communication financière peut en fait permettre aux dirigeants de tirer parti des divisions des marchés financiers ou de se soustraire aux modes que ceux-ci leur imposent parfois...

*L'Association des Amis de l'École de Paris du management organise des débats et en diffuse
des comptes rendus ; les idées restant de la seule responsabilité de leurs auteurs.
Elle peut également diffuser les commentaires que suscitent ces documents.*

© École de Paris du management - 94 bd du Montparnasse - 75014 Paris
tel : 01 42 79 40 80 - fax : 01 43 21 56 84 - email : ecopar@paris.ensmp.fr - <http://www.ecole.org>

EXPOSÉ de Damien CARROZ et Guillaume TEXIER

Que les actionnaires aient des exigences ne fait nul doute pour qui lit la presse financière : on y parle quotidiennement de réactions bondissantes des cours de Bourse à l'annonce de recentrages sur l'activité principale, d'alliances stratégiques, voire même de plans sociaux, etc. Une telle intransigeance semble s'être affirmée sur les marchés boursiers européens avec l'arrivée d'actionnaires étrangers, notamment les fonds de pension américains. Quelle est aujourd'hui la marge de manœuvre des dirigeants d'entreprises vis-à-vis de ces actionnaires particuliers, financiers dont les préoccupations sont souvent à court terme ?

Cette question a été le fil conducteur d'une enquête d'un an¹ au cours de laquelle nous avons rencontré analystes financiers, gérants de fonds et responsables de la communication financière de grands groupes pour mieux comprendre les rouages d'un monde surprenant pour des regards d'ingénieurs. De ce travail, nous avons tiré un étonnement et une conviction : étonnement en constatant le décalage qui existe entre les stéréotypes couramment diffusés sur les marchés financiers et la réalité de leur fonctionnement ; et conviction que la soumission aux actionnaires n'est pas une fatalité.

L'OPA des institutionnels sur le marché français

En France, l'identité des actionnaires n'est pas transparente puisque les investisseurs ne sont tenus de donner leur identité qu'au-delà d'un certain seuil de capital détenu. Pour avoir une idée de leur actionnariat, les entreprises françaises doivent avoir recours à une procédure coûteuse, la procédure du titre au porteur identifiable. Mais elles ne le font pas toutes et le font à des moments différents. Le marché évolue à une vitesse telle qu'il est en conséquence impossible d'avoir une photographie globale précise de l'actionnariat des entreprises françaises. On peut néanmoins s'en faire une idée à partir d'exemples précis et de recoupements.

Désengagement de l'État

Premier constat dans cette répartition : la faible présence de l'État français, qui s'est désengagé petit à petit et ne dispose plus aujourd'hui que de 6 % en moyenne du capital des sociétés cotées sur le marché, concentrés sur une dizaine de participations comme Renault et France Télécom. Sa place n'a été reprise ni par les actionnaires de référence, ni par les actionnaires individuels dont les parts respectives sont restées stables ces dernières années. D'ailleurs, malgré des succès populaires comme France Télécom, le nombre des actionnaires individuels n'a pas non plus progressé : 5,2 millions de Français possèdent aujourd'hui des actions. Actionnaires modèles, ils gardent leur participation quatre ans en moyenne et sanctionnent rarement la direction en assemblée générale.

Montée en puissance des fonds de pension anglo-saxons

C'est aux institutionnels étrangers qu'a profité le désengagement de l'État : de 12 % de la capitalisation boursière en 1987, leur part est passée à près de 30 % aujourd'hui et à 40 % des sociétés du CAC 40. La majorité de ces fonds sont anglo-saxons ; il s'agit notamment des fonds de pension qui gèrent les retraites des *baby-boomers* américains et anglais, ce qui représente pour les seuls États-Unis 10 000 milliards de dollars, soit environ quinze fois la dette de la France. En revanche, la part des institutionnels français n'a pas progressé, stabilisée depuis 1977 autour de 23 %, et ce pour deux raisons. D'une part, l'absence de système de retraite par capitalisation ne leur a pas permis de renforcer leur puissance financière pour faire face à l'arrivée des investisseurs anglo-saxons. D'autre part, à fonds égaux, ils investissent moins que ces derniers sur le marché des actions.

¹ Mémoire réalisé pendant la troisième année de scolarité du corps des Mines.

Quel changement en l'espace d'une décennie ! À la fin des années 1980, 80 % des sociétés cotées étaient contrôlées à plus de 25 % de leur capital par un actionnaire principal. Aujourd'hui, les actionnaires institutionnels sont les acteurs dominants du marché : ils possèdent 50 % du capital global mais se limitent, individuellement, à de faibles participations. Cette situation totalement nouvelle se traduit naturellement par des comportements nouveaux.

L'influence des actionnaires : pouvoir et discrétion

La montée en puissance des investisseurs institutionnels s'est accompagnée d'un bouleversement du mode de relations entre l'entreprise et ses actionnaires. Auparavant, l'actionnaire contrôlait l'entreprise à travers les structures de direction tels que le conseil d'administration et l'assemblée générale. Cette description des choses est aujourd'hui largement à nuancer : derrière les actions bruyantes dans le cadre des assemblées générales, les nouveaux actionnaires adaptent un mode d'influence plus discret mais tout aussi efficace.

L'activisme : beaucoup de bruit pour rien

Les actionnaires d'aujourd'hui semblent exercer un contrôle beaucoup plus tyrannique qu'hier sur le management des entreprises. La raison de cette vigilance décuplée de leur part est qu'ils font eux-mêmes l'objet d'une très forte pression : les gérants de fonds sont soumis à tout instant au jugement de leurs adhérents qui font jouer la concurrence. De même, en France, les classements hebdomadaires des SICAV² deviennent un véritable couperet pour leurs responsables.

Soumis à cette pression, les nouveaux actionnaires la répercutent sur l'entreprise de deux manières. Les "opérations commando" constituent la plus voyante : très gênantes pour les dirigeants, elles consistent en des interpellations en assemblée générale ou en conseil d'administration. Mais cet activisme, très médiatisé, est un mode d'influence relativement mineur : il est le fait de quelques investisseurs qui ne pratiquent finalement ce genre de méthodes que ponctuellement. Le fonds de pension californien CalPERS³ a ainsi la réputation d'être activiste ; or son programme de *corporate governance* consiste à choisir chaque année dix entreprises parmi les moins rentables et à y mener des opérations commando. Dix parmi les quelque cinq cents dans lesquelles il a une participation : c'est un moyen d'action assez exceptionnel !

Le vote avec les pieds, une menace permanente

Le mode ordinaire d'exercice du pouvoir de l'actionnaire institutionnel réside dans la menace de vendre des actions : c'est le "vote avec les pieds". Les autres actionnaires de l'entreprise n'étant pas très "liquides"⁴, les institutionnels ont une réelle influence sur les cours de Bourse. C'est là une véritable épée de Damoclès pour les managers, pour deux raisons principales. D'une part, une chute des cours rend l'entreprise sensible aux prises de contrôle par OPA ; d'autre part, un cours élevé est une condition importante pour pouvoir lever des capitaux facilement. La crédibilité de la menace tient à ce qu'elle est effectivement mise à exécution : une enquête réalisée en Angleterre nous apprend qu'en cas de désaccord avec l'entreprise, 60 % des gérants de fonds exprimeraient leur mécontentement en sortant du capital de l'entreprise tandis que seuls 40 % préféreraient essayer d'intervenir activement.

² Par exemple, celui publié par Micropale.

³ CalPERS, California Public Employees' Retirement System, est le fonds de pension des fonctionnaires californiens ; il gère cent trente milliards de dollars pour le compte d'un million d'adhérents.

⁴ Ils ne vendent pas très souvent.

Le pouvoir discret : pas d'injonctions ni même de recommandations

Les actionnaires institutionnels ne participent que très rarement à la gestion directe de l'entreprise. Les seules occasions de contact sont les rencontres de communication financière : les *road-shows*, grands rendez-vous annuels ou semestriels durant lesquels l'équipe dirigeante présente ses résultats aux investisseurs des grandes places boursières mondiales ; et les *one-to-one*, rendez-vous particuliers au cours desquels le PDG ou le directeur financier rencontrent les représentants des institutionnels importants pour leur parler de la stratégie de l'entreprise. Ces réunions ne sont pas de simples réunions d'information : avec la menace du vote avec les pieds en toile de fond, elles sont souvent l'occasion pour l'actionnaire de faire passer un message. À travers les questions qu'il pose, le ton sur lequel il les pose, les remarques qu'il fait, la façon dont il les répète, il fait comprendre au PDG ses attentes. Si nombre d'entreprises françaises ont mis en place des indicateurs de "création de valeur", c'est parce que leurs dirigeants ont eu à répondre en *road-shows* à des questions de plus en plus nombreuses et de plus en plus précises sur le sujet. Il s'agit là du mode ordinaire d'exercice du pouvoir : pas d'injonctions ni même de recommandations mais des questions répétées, parfois insistantes, derrière lesquelles se profile la menace jamais exprimée mais extrêmement puissante du vote avec les pieds. Quelle marge de manœuvre reste-t-il alors aux dirigeants ?

Les marchés : des logiques diverses

Notre conviction est que les dirigeants ont néanmoins les mains relativement libres vis-à-vis de leurs actionnaires, et ce pour cette première raison que les marchés sont divisés. Contrairement au stéréotype en vigueur, les analystes et les gérants, sur le marché des actions, ne passent pas leurs journées à essayer d'imaginer ce que pensent les concurrents pour les imiter et rester dans le bon mouvement. Les chartistes, analystes qui se vantaient de pouvoir prédire l'évolution d'une action en observant uniquement la forme de sa courbe, sont en voie de disparition. En réalité, le marché se professionnalise et, ce faisant, perd de son monolithisme. Les dirigeants d'entreprises y gagnent en liberté car ils n'ont pas face à eux un seul actionnaire ou plusieurs actionnaires qui partagent une même logique, mais de multiples actionnaires aux préoccupations différentes.

Pour entrer plus en profondeur dans cette diversité, nous nous intéressons maintenant aux deux types d'acteurs les plus importants du marché : les gérants de fonds, qui en sont les décideurs, et les analystes, ses prescripteurs. Non seulement ils ne sont pas des clones les uns des autres mais ils s'efforcent au contraire de se différencier de leurs concurrents.

Les gérants : des vendeurs de méthodes

Les gérants de fonds prennent la décision d'acheter ou de vendre des participations : ce sont eux les actionnaires au sens strict. Pour maximiser le volume qu'ils gèrent, ils s'efforcent de séduire leurs clients par des présentations marketing au cours desquelles, curieusement, ils vantent non pas leurs résultats, mais leurs méthodes. Car trois raisons font que les résultats ne permettent pas d'évaluer les gérants *a priori*. D'abord, leurs performances sont relativement proches les unes des autres. Ensuite, elles varient constamment : leurs performances passées ne sont aucunement un gage de leurs performances futures. Enfin, le résultat d'un portefeuille doit être ramené à son risque intrinsèque, mais aucune méthode d'évaluation de ce risque ne fait l'unanimité. Le résultat n'est donc pas l'argument principal lors des présentations des gérants.

Au contraire, pour se distinguer, ils mettent en avant leur méthodologie d'investissement, en général très formalisée. Selon celle qu'ils adoptent, ils se répartissent en trois grandes tendances. Les fonds indexés (les *indexed*) se contentent de reproduire un indice, comme le CAC 40, ce qui leur permet de faire des économies importantes de frais de gestion et d'analyse. Les souscripteurs

de ce type d'investissement partent probablement de l'idée assez répandue qu'aucun gérant ne sait battre un fonds indexé sur le long terme. Les gérants de croissance (les *growth*) se placent sur un secteur en croissance, donc risqué, et parient sur les entreprises qu'ils estiment disposer du plus gros potentiel. Enfin, les investisseurs *value* cherchent à repérer des entreprises sous-évaluées et misent sur une prise de conscience future de la vraie valeur de l'action par le marché. À partir de ces trois grandes méthodes, de nombreuses variantes sont possibles. Prenons l'exemple de JP Morgan Investment, qui gère deux cent cinquante milliards de dollars. Sa méthode, de type *value*, consiste d'abord à classer par ordinateur toutes les entreprises du marché en fonction de ratios financiers, pour faire ressortir celles qui semblent particulièrement sous-évaluées. Celles-là sont alors étudiées en profondeur par des analystes pour déterminer si le marché est susceptible de les réévaluer dans un temps relativement court. Le fonds prend alors des participations dans ces bonnes affaires, jusqu'à ce que le marché les réévalue : la discipline de revente est un élément important de la méthode. Cet exemple montre bien qu'il s'agit pour les gérants de vendre non pas un résultat mais plutôt une rationalité.

Les analystes : des vendeurs d'analyses

Il y a deux types d'analystes relativement différents. L'analyste *buy-side* travaille dans la société du gérant dont il est en quelque sorte l'éminence grise. L'analyste *sell-side* travaille pour une société de Bourse : il publie des avis et les envoie à ses clients gérants qui en retour passent leurs ordres par l'intermédiaire de sa société, si les études produites leur plaisent. Les analystes *sell-side*⁵ cherchent à maximiser le volume que leur société traite. Cela se manifeste d'ailleurs dans leur emploi du temps : par exemple, l'analyste chimie de Morgan Stanley à New York passe 20 % de son temps à faire de l'analyse et 80 % au téléphone, à vendre ses analyses à ses clients. Eux aussi cherchent donc à se distinguer, et ce de différentes manières.

La différenciation peut porter sur le modèle d'analyse : il n'existe pas de valeur "intrinsèque" univoque d'une entreprise. Aussi, les différents modèles sur le marché - DCF⁶, DDM⁷, SOP⁸, EVA⁹, etc. - sont véritablement en concurrence, d'autant plus qu'il y a derrière chacun d'eux une société de conseil. Dans cette diversité, le choix d'une méthode est utilisé comme un argument de vente par les analystes : ainsi le CSFB¹⁰ met-il largement en avant le fait que ses études sont réalisées avec l'EVA, allant même jusqu'à publier ses analyses avec l'estampille "*EVA included*".

Les analystes se distinguent aussi par l'histoire qu'ils vendent. Il ne s'agit pas simplement de proposer une opinion boursière sur une entreprise, il faut aussi qu'elle retienne l'attention du gérant. Pour cela, l'analyse doit s'accompagner d'une histoire pertinente et documentée, mais surtout différente des autres. Il existe d'autres modes de différenciation variés : on se préoccupe par exemple d'être bien placé dans les classements établis par les gérants ; on agrmente ses analyses de dessins humoristiques, on les munit de titres accrocheurs, etc.

Un marché divisé et des dirigeants libres

Si gérants et analystes s'emploient à se distinguer les uns des autres, ils affirment tous par ailleurs qu' "on ne peut pas avoir raison contre le marché" ! En fait, les conditions d'exercice de leur métier ont évolué. Auparavant, il s'agissait de gagner le maximum avec de l'argent qu'on gérait souvent pour son propre compte. Aujourd'hui, les uns veulent attirer le maximum de fonds quand

5 Nous nous intéressons essentiellement à eux car leur bassin d'influence est plus vaste que celui des *buy-side*.

6 Discounted Cash Flow

7 Discount Dividend Model

8 Sum Of the Parts

9 Economic Value Added

10 Crédit Suisse First Boston

les autres veulent générer le maximum de transactions. Ce clivage est une source de liberté pour les dirigeants d'entreprise qui ne sont pas soumis au jugement couperet d'un marché univoque. Les gérants de fonds américains reconnaissent ainsi qu'ils ne cherchent à imposer aux entreprises que ce qui est consensuel sur le marché. Mais, comme nous l'avons vu, les logiques des acteurs du marché laissent peu de place au consensuel. Pourtant, il existe des consensus très marqués : la création de valeur, le recentrage sur l'activité principale ou les plans sociaux en sont de bons exemples. C'est ce que nous appelons des "modes financières".

Prêt-à-porter ou sur mesure ?

Pour montrer ce que peuvent être les modes, il peut être intéressant de se livrer à un rapide retour en arrière.

Défilé de modes à Wall Street

Les années 1960 sont celles du "tronic boom". Tandis que la croissance du secteur électronique et la magie des nouvelles technologies font rêver les *golden boys*, les sociétés qui arrivent sur le marché ont conscience qu'une terminaison en - onics ou - tron attirera des capitaux. *Top model* de l'époque : Powertron Ultrasonics...

À la fin des années 1960, cette mode passée, c'est le credo de la synergie qui lui succède : c'est l'époque des conglomérats. Seulement, on confond synergie boursière et synergie industrielle, croissance réelle et augmentation artificielle du bénéfice par action, et lorsque l'on cesse les fusions, la croissance diminue, les ratios s'effondrent et l'action ne vaut plus rien. Des fortunes faites rapidement se défont tout aussi rapidement.

Dans les années 1970, les investisseurs reviennent aux valeurs sûres ; la mode est aux entreprises de croissance modérée présentes dans des secteurs porteurs mais qui ont déjà fait leurs preuves. C'est ce qu'on appelle les *Blue chips* : IBM, Sony, etc. Comme tout le monde table sur elles, leur cours s'envole artificiellement : ainsi le rapport cours sur bénéfice de Sony atteint 92 en 1975 mais retombe à 17 en 1980.

Les années 1980 : le marché se lance à l'assaut des biotechnologies, comme il l'avait fait pour l'électronique. Mais cette fois, on paye pour une bonne entreprise non plus cinquante fois les bénéfices mais cinquante fois le chiffre d'affaires ! En fait, comme ces sociétés ne produisent pas encore, les analystes doivent anticiper, chaque fois qu'une nouvelle molécule est créée sur le papier, la date de mise sur le marché, le chiffre de ventes, les bénéfices, le marché, le potentiel : c'est le concept de *product pipeline*. Mais dans ce marché à très long terme, voire futuriste, certains investisseurs ne verront jamais le bout du *pipeline*...

In ou out ? Le dilemme des modes

Cette évocation des modes successives peut donner l'image d'un marché irrationnel. Mais à l'origine de chaque mode, y compris ces cas extrêmes, il y a une logique rationnelle, en réponse à un problème de fond. Dans les années 1960, il s'agissait de tirer profit du développement de l'électronique. Si le marché a par la suite exagéré la croissance du secteur, certains investisseurs ont quand même gagné de l'argent en achetant IBM. Le marché n'est donc ni rationnel ni irrationnel : un cours de Bourse possède à la fois une partie fondamentale et une partie spéculative. Dans ce contexte, la mode apparaît comme une réponse simple et générique reconnue par le marché, qui joue en quelque sorte le rôle d'un label. C'est là que l'élément spéculatif intervient : si l'entreprise opte pour la solution à la mode, elle verra son cours augmenter car chaque acteur anticipera que cette solution sera adoptée et que le cours de l'action augmentera. La mode est faite de prophéties auto-réalisatrices.

Mais la mode présente aussi des risques. Les entreprises qui suivent une mode pour profiter de l'élan boursier peuvent avoir du mal à revenir en arrière : à la fin des années 1960, il pouvait être périlleux de se lancer dans une diversification tous azimuts. Aussi, un dilemme se pose aux dirigeants : faut-il souscrire aux modes des marchés boursiers pour bénéficier d'un coup de pouce financier ? Faut-il au contraire essayer d'y résister au risque de voir son cours pénalisé par rapport à ses concurrents ? Nous pensons qu'il existe une solution intermédiaire : il est possible de résister aux modes sans pour autant voir son cours s'effondrer. Nous allons le démontrer à partir de deux modes actuelles.

L'EVA, outil de contrôle de la rentabilité

La création de valeur pour l'actionnaire est actuellement le poncif des rapports d'activité. À son origine, il y a le constat selon lequel il arrive que la rentabilité de l'entreprise passe au second plan derrière d'autres considérations, comme la croissance, la diversification ou encore des intérêts sociaux ou politiques : garantir l'indépendance énergétique pour les sociétés pétrolières nationales françaises par exemple. Aux États-Unis, des sociétés pétrolières se sont illustrées par des projets de puits très profonds et coûteux, qu'elles justifiaient par un prix très élevé du baril. Elles ont vu leurs cours plonger et ont dû se résoudre à une politique d'investissement plus conservatrice.

Pour les actionnaires, le problème est donc de rappeler au management qu'ils attendent un certain rendement des capitaux confiés, fonction du risque encouru. Pour obtenir cette prise de conscience, ils s'appuient sur une mesure formelle de la rentabilité : c'est la création de valeur, ou EVA, qui consiste à comparer le rendement des capitaux employés par l'entreprise, le ROCE, au coût du capital¹¹. Pour avoir une idée de l'ampleur de cet effet de mode, il vous suffira d'ouvrir un rapport d'activité et de constater que ROCE et EVA y fleurissent.

Le succès de cette solution tient à sa simplicité : pour un actionnaire, un ROCE supérieur au coût du capital indiquerait qu'il faut acheter et un ROCE inférieur qu'il faut vendre. Seulement ce raisonnement n'est plus valable pour une industrie cyclique, comme la chimie ou l'aluminium, pour laquelle le ROCE en bas de cycle est forcément très faible : doit-on alors fermer les usines ? De même, un investissement à long terme fera diminuer le ROCE et augmenter le coût du capital : doit-on y renoncer ?

En réalité, ces indicateurs ne sont pas utilisés aussi brutalement. Par exemple, les analystes chimie définissent un intervalle de variation acceptable du ROCE le long du cycle : une valeur minimale en bas de cycle, un optimum à atteindre en haut de cycle et un objectif de rentabilité sur la moyenne du cycle. De même, les investisseurs acceptent des investissements à long terme, avec un ROCE relativement faible sur le court terme, s'ils ont des perspectives suffisamment bonnes à long terme. Péchiney, lors de l'annonce de son plan Challenge de réduction des coûts, a par exemple demandé de ne pas être jugée tout de suite mais seulement au bout de cinq ans. Une analyse des cours de Bourse nous prouve que les actionnaires ont fait confiance à la direction sur le long terme. De même, Total, qui a réalisé un gros investissement en 1997 au Venezuela, publie, pour en tenir compte, un ROCE court terme sans cet investissement et un ROCE long terme avec.

Une entreprise peut donc avoir un ROCE inférieur à ses concurrents sans être pour autant dévaluée, à condition d'expliquer au marché pourquoi, et de donner des objectifs de long terme suffisants.

¹¹ Le coût du capital est le rendement attendu par les actionnaires en fonction de la volatilité du titre par rapport à l'ensemble du marché. Le ROCE (Return On Capital Employed) est le quotient du résultat net avant frais financiers sur la somme des capitaux employés par l'entreprise. Un ROCE supérieur au coût du capital traduit une création de valeur. La méthode a fait la fortune du cabinet américain Stern Stewart.

Le recentrage sur le core business : découper pour y voir clair

Le recentrage sur l'activité principale (*core business*) est une autre des grandes modes actuelles. À l'origine, l'investisseur souhaite contrôler la répartition des *cash-flows* à l'intérieur de l'entreprise pour éviter par exemple qu'une branche rentable en subventionne une autre déficitaire. En outre, le recentrage améliore la lisibilité des groupes pour les analystes. En France, le groupe Chargeurs a ainsi séparé ses activités textiles et cinématographiques, et Rhône-Poulenc s'apprête à scinder la chimie et la pharmacie. L'effet mode s'observe à l'annonce d'un *spin off* (scission d'activités) : aussitôt, les cours s'envolent.

Pourtant, si le recentrage plaît aux actionnaires, il n'est pas toujours bon pour les sociétés. Elles deviennent plus vulnérables aux OPA, elles sont plus sensibles aux variations de conjoncture de leur activité principale, elles ont moins de possibilités de transferts de *cash-flows* pour développer de nouvelles activités... Compte tenu de ces risques, les entreprises doivent-elles toutes devenir mono-produit ?

Dans cet exemple non plus, le marché n'est pas dogmatique au point de pousser toutes les entreprises au recentrage sur une activité unique. Néanmoins, les groupes diversifiés doivent pouvoir justifier d'une réelle complémentarité d'activités, et expliquer la répartition de leur *cash-flow*. Par exemple, depuis que Bouygues s'est diversifiée dans les années 1970, son cours suivait le CAC 40. Début 1997, face à la diversification de plus en plus importante, une crise de confiance des investisseurs s'est traduite par une décote de holding¹² Devant le risque d'OPA, la société a modifié sa communication financière pour expliquer le financement des nouveaux investissements et la répartition des *cash-flows* à l'intérieur du groupe, et pour insister sur l'image d'un groupe industriel et sur les synergies internes. Le résultat ne s'est pas fait attendre, et le cours a vite rattrapé le CAC 40.

La communication financière : parler pour être libre

Il est donc possible de résister aux solutions toutes faites du marché. Pour cela, il faut savoir s'expliquer et justifier ses choix. C'est là toute l'importance de la communication financière. L'arrivée en masse dans le capital des entreprises françaises des investisseurs étrangers n'a finalement pas tant changé les modes de gestion que les modes de communication entre entreprises et actionnaires.

Les PDG ne sont donc pas pieds et poings liés face à leurs nouveaux actionnaires. Peut-être certains le croient-ils, peut-être aussi le laissent-ils croire afin de pouvoir invoquer la pression du marché pour faire passer des changements internes. L'analyste de Wall Street et le retraité d'Atlanta seraient alors des tigres de papier que l'on agite à l'intérieur des entreprises...

DÉBAT

Franck Bauduin (directeur du service actionnariat et fonds propres de Lafarge) : *Vous avez l'air de dire que les actionnaires américains se résument aux fonds de pension. Il ne faut pas oublier les mutual funds, les OPCVM américaines, qui sont des institutions largement plus puissantes. Ce sont elles, plus que les fonds de pension, qui créent la volatilité des cours.*

Un fonds de pension n'investit pas dans une société sur la seule analyse d'un sell-side : avant de le faire, il rencontre le PDG, se fait expliquer la stratégie, etc. Il investit alors en

¹² Il y a décote de holding quand la holding est moins cotée que la somme de ses parties.

général pour une période assez longue. En revanche, les mutual funds sont eux soumis à une très forte pression de leurs épargnants, auxquels ils doivent communiquer leurs indicateurs de performance tous les mois. Ils sont opportunistes, ils rentrent et sortent avec des volumes très importants sans prévenir. La communication financière est difficile avec eux car ils sont extrêmement volatils.

Quels changements en interne ?

Un intervenant : *Vous avez examiné l'évolution de l'environnement externe des firmes mais vous n'avez presque pas évoqué les répercussions internes. Est-ce que les nouvelles contraintes ont une influence sur le recrutement, sur la stratégie, sur l'affectation des ressources, etc. ? Qu'est-ce qui a fondamentalement changé dans l'organisation ?*

Guillaume Texier : Les changements notables ont essentiellement touché la tête des entreprises : les services de communication financière se sont étoffés et réorganisés pour gérer les relations avec les investisseurs, et les PDG passent plus de temps en rendez-vous de communication financière. Pour une société du CAC 40, cela représente en moyenne au moins deux ou trois semaines par an...

Int. : *Il peut y avoir des changements plus profonds : le vice-président de Business Objects expliquait récemment que le fait d'être cotés en Bourse modifiait jusqu'aux techniques de développement des programmes.¹³*

Int. : *Que le fonds de pension américain soit un croque-mitaine de choix lorsque le patron veut terroriser ses troupes, soit, mais je pense que ce genre de terreur ne se cantonne pas au sommet. Certains grands groupes commencent à juger leurs cadres en fonction de l'évolution de l'EVA. D'ailleurs, à tous les niveaux de l'entreprise, on finit par prendre, sous la pression, des décisions d'une brutalité, voire d'une bêtise extrêmes en pensant que l'on sert des finalités essentielles de l'entreprise. La marge de manœuvre réelle des dirigeants n'est finalement pas si grande.*

F. B. : *On ne peut pas, en interne, porter un regard sur l'entreprise qui soit différent de celui des marchés financiers, même s'il est vrai qu'elle a des préoccupations à plus long terme. Ainsi, le management par la création de valeur est important en ce qu'il incite les cadres à avoir une compréhension fine de l'évolution des cours de Bourse. C'est en tout cas pour cela que nous le pratiquons.*

Un bon PDG choisit-il ses actionnaires ?

Int. : *Compte tenu de ces pressions, on peut penser que l'art du dirigeant d'entreprise inclut celui d'attirer à son tour de table les actionnaires dont les attentes correspondent à la vocation de l'entreprise. La communication financière n'est-elle pas utilisée en ce sens ?*

G. T. : De plus en plus, je crois. Par exemple, Saint-Gobain, lors de sa dernière augmentation de capital, souhaitait attirer des petits épargnants. À son entrée en Bourse, Alstom comptait attirer essentiellement des investisseurs institutionnels français. Il y a une prise de conscience de l'importance de bien gérer son actionnariat.

¹³ Alexandre Dayon, *Cotation en Bourse et R&D*, Journal de l'École de Paris du management N° 7, novembre-décembre 1997.

Voir aussi, sur le même sujet, Dominique Jacquet, *La R&D : un portefeuille d'options financières ?* séminaire Ressources Technologiques et Innovation, décembre 1998.

Int. : *C'est sûrement plus facile à dire qu'à faire...*

Damien Carroz : On commence petit à petit à mettre en place des outils pour le faire. Aux États-Unis, les communicateurs financiers se constituent des listings de tous les analystes *sell-side* de la place, avec leurs objectifs, leurs méthodes et la note qu'ils leur attribuent.

La transparence pour éviter les surprises

F. B. : *Vous avez beaucoup parlé de la corporate governance, l'immixtion des actionnaires dans la stratégie d'entreprise, mais vous n'avez pas cité un élément essentiel : la transparence. C'est aujourd'hui une exigence primordiale : nous devons expliquer notre stratégie, expliquer nos résultats et, de manière simplifiée, dire ce que nous allons faire et faire ce que nous avons dit. Si certaines entreprises ont parfois été sanctionnées, c'est parce qu'elles avaient manqué de transparence. Les marchés financiers détestent les surprises.*

Int. : *La transparence n'est pas non plus l'idéal car en matière de stratégie, il vaut mieux avoir un coup d'avance que d'annoncer ce que vous allez faire.*

Int. : *La confiance aussi est importante. Par exemple, les écarts réguliers de PER¹⁴ entre Usinor et British Steel sont expliqués par beaucoup d'analystes en termes de différentiel de confiance. Pour les actionnaires, il y a toujours un aléa sur l'affectation des ressources chez Usinor : si cela va mal, il n'est pas exclu qu'ils continuent à investir, alors que British Steel arrêtera les investissements et continuera à verser des dividendes.*

Int. : *Comment peut-on expliquer les chutes de cours brutales, comme celle qu'a subie Alcatel ?*

Int. : *À une autre échelle, ma société a vécu le même phénomène au mois de septembre : le cours de nos actions est brutalement passé de deux mille deux cents à mille quatre cents francs. L'explication s'est finalement révélée très simple. Un Américain en avait acheté à huit cents francs. Voulant faire de la plus value, il a vu que le cours de tel titre était supérieur à son prix d'achat et il a ordonné de vendre. Il se trouve que c'étaient nos actions !*

Faut-il un régulateur mondial ?

Int. : *Il y a eu trois krachs majeurs en ce siècle : le krach de 29, celui de 87 et la crise asiatique. Tout le monde les explique mais jamais personne ne les prévoit. Y a-t-il des éléments systémiques visibles ?*

Int. : *La recherche sur ce thème s'est beaucoup développée ces dix dernières années, aussi bien de la part des chercheurs théoriciens que des acteurs. Les banques notamment s'y intéressent de près pour être capables d'évaluer le risque de krachs*

Int. : *Les acteurs économiques cherchent à exploiter les krachs ou à s'en protéger mais jamais à les empêcher. Tant qu'aucun acteur n'incarnera ce but, tant qu'il n'y aura pas de pouvoir mondial dont la fonction serait d'empêcher les krachs boursiers, les études seront des élucubrations intéressantes sur le prochain tremblement de terre !*

¹⁴ Price Earning Ratio, rapport du cours de Bourse au bénéfice annuel.

Int. : *Mais tout un courant de pensée économique dit au contraire que les interventions des autorités politiques sont justement à l'origine des krachs. La crise asiatique en est une très bonne illustration.*

Int. : *Les autorités politiques ne sont pas mondiales !*

Int. : *Si c'est mondial, ça ne peut être que pire...*

Et demain, retour à la mode familiale...

Int. : *Qu'est-ce qui va se passer maintenant ? Quelle sera la prochaine mode ?*

G. T. : *Si nous avons des certitudes sur la prochaine mode, nous pourrions devenir riches en l'anticipant. Et bien évidemment, nous ne la dévoilerions pas...*

Int. : *Moi, je prends le risque. La prochaine mode, ce sera les entreprises familiales. Une séance ancienne de ce séminaire était consacrée à la compagnie maritime Louis Dreyfus (Claude Boquin, Le pied marin en affaires, séminaire Vie des Affaires, avril 1993). Elle avait deux actionnaires octogénaires possédant tout le capital : quand il y avait un problème, on allait les voir et on discutait avec eux. Ces sociétés ne sont pas soumises aux paniques boursières et traversent bien les tempêtes. En plus de cette stabilité financière, elles savent se limiter à ce qu'elles savent faire.*

Présentation des orateurs :

Damien Carroz : ingénieur des Mines, auteur d'un mémoire de fin d'études du Corps des Mines sur "Les exigences des actionnaires".

Guillaume Texier : ingénieur des Mines, auteur d'un mémoire de fin d'études du Corps des Mines sur "Les exigences des actionnaires".

Diffusion avril 1999