

# POUR CONSOLIDER LA CONFIANCE, L'INVESTISSEUR À LONG TERME DOIT S'ENGAGER

FRANCIS MAYER\*

**E**n cette fin d'année 2003, le rebond des cours boursiers se confirme. Le retour des investisseurs en Bourse, après l'effondrement spectaculaire des cours en 2001-2002, montre que le capitalisme financier reste robuste. Il faut s'en réjouir.

Mais ce serait une erreur grave de ne pas tirer les leçons de la crise. Commencée au printemps 2000 par le krach du second marché de New York (Nasdaq), elle s'est étendue à toutes les Bourses ; elle ne s'est pas cantonnée aux actions d'entreprises de la nouvelle économie d'où elle est partie, mais a touché les valeurs de tous les secteurs d'activité. Les faillites frauduleuses (Enron, WorldCom) et les difficultés aiguës de sociétés jusqu'alors vedettes de la cote (opérateurs de télécommunications et entreprises de médias notamment) l'ont accompagnée, la confiance des investisseurs dans le système en a été ébranlée. Il faut corriger les faiblesses qu'un choc d'une telle ampleur a mises à jour.

C'est l'affaire des pouvoirs publics.

Il leur revient de renforcer la réglementation et la surveillance des marchés. Le législateur ne s'y est pas trompé ; il est intervenu sans tarder notamment aux États-Unis, où avaient éclaté les premiers scandales (loi Sarbanes-Oxley), et en France (loi sur la sécurité financière).

C'est aussi l'affaire des professionnels qui concourent au fonctionnement des Bourses (intermédiaires financiers, analystes, agences de notation, comptables et commissaires aux comptes...). Ils doivent se préparer aux adaptations de la réglementation, et leurs réflexions se précisent sur les compléments qu'ils devront y apporter par des dispositions collectives propres à chaque profession, ou par les mesures que chacun prendra de son propre chef.

Les acteurs finaux du marché ne peuvent se tenir à l'écart. Les entreprises, qui trouvent sur le marché les capitaux propres dont elles ont besoin, et les investisseurs, qui apportent ces capitaux, ont un rôle à jouer. L'examen des défaillances récentes de très grandes

---

\* Directeur général de la Caisse des dépôts et consignations, président de l'Association d'économie financière.

entreprises montre, en effet, qu'elles se sont produites le plus souvent dans des sociétés dont la gouvernance était gravement défectueuse.

Pour consolider la confiance renaissante sur les marchés, il faut pallier les carences du gouvernement des entreprises cotées.

Cette exigence s'impose, bien sûr et avant tout, aux dirigeants des sociétés, mais elle incombe aussi à l'actionnaire. L'une des leçons à tirer des accidents de certaines sociétés est, en effet, qu'une bonne gouvernance des entreprises suppose que chacun, et notamment l'actionnaire, joue le rôle qui lui revient. Trop souvent l'actionnaire a été laissé pour compte, il doit reprendre la place qui lui est due.

Pour sa part, la Caisse des dépôts et consignations (CDC), seul investisseur de long terme en France, faute de fonds de pension, y est résolue. D'abord, parce qu'investisseur pour compte propre, elle se doit de veiller à ses intérêts patrimoniaux. Mais aussi parce qu'un investisseur de long terme, qui décide de ses placements en investisseur avisé, s'engage dans la vie des entreprises dont il est actionnaire et pratique lui-même une gouvernance exigeante, est, en effet, un facteur de stabilité, donc de confiance, dans les marchés.

## INVESTISSEUR AVISÉ

Le premier moyen d'action de l'investisseur est la décision qu'il prend d'acheter, conserver, ou vendre, des titres d'une société.

Pour les marchés, l'expérience récente l'a rappelé brutalement, le prin-

cipal danger est celui des vagues moutonnières, génératrices de bulles, quand tous se portent à l'achat, et de panique, lorsque tous se pressent de vendre. L'investisseur qui fonde ses choix sur ses analyses propres et ne se borne pas à suivre les mouvements d'ensemble contribue, au contraire, à un marché sain. Bien au clair sur ses objectifs, attentif à ses intérêts patrimoniaux, l'investisseur avisé est socialement responsable.

Son effort d'analyse doit se concentrer sur trois domaines.

Le premier souci de l'investisseur est de définir les objectifs qui lui sont propres. Pour une décision d'investissement, une vision claire de l'horizon temporel est déterminante. Un investisseur, qui agit pour compte propre et dont l'horizon est long, peut prendre des risques à court terme que ne peuvent accepter beaucoup de gestionnaires pour compte de tiers qui doivent se protéger contre une volatilité excessive de la valorisation des capitaux qui leur sont confiés. À partir des objectifs qu'il se fixe, l'investisseur peut déterminer le profil de risques qui lui convient.

Le rendement de l'investissement est le deuxième axe de l'analyse. La rémunération des capitaux investis en actions, sous forme de dividendes ou de plus-values, dépend, au premier chef, de la performance économique de l'entreprise émettrice et de ses perspectives. L'analyse financière permet d'apprécier la solidité du résultat enregistré dans les comptes de l'entreprise, et surtout d'anticiper son évolution. Là encore, l'horizon temporel compte ; selon que l'on s'attache aux six mois à venir ou aux cinq prochaines années, les déterminants de la prévision changent.

Enfin, quand il s'agit d'investir pour une durée longue, les critères du développement durable deviennent essentiels. À moyen-long terme, la capacité d'une entreprise à croître et à dégager des bénéfices est d'autant plus grande que les relations sociales y sont bonnes et constituent un fondement favorable à la mobilisation de tous les collaborateurs. De même, la qualité des liens noués avec les partenaires quotidiens de l'entreprise, clients et fournisseurs, collectivités et communautés où elle est implantée, l'attention qu'elle porte aux incidences de son activité sur l'environnement, concourent à écarter les risques de conflits perturbateurs et donc à assurer la pérennité de ses performances économiques. Hors toute préoccupation altruiste ou prosélyte, la recherche de son intérêt bien compris incite donc l'actionnaire de long terme à analyser les conditions dans lesquelles les entreprises assument leurs obligations sociales et environnementales.

## ACTIONNAIRE ENGAGÉ

La responsabilité de l'investisseur, surtout de celui qui a des objectifs de long terme, ne se borne pas à choisir les sociétés dont il détient des titres. Une fois actionnaire, et tant qu'il le reste, il se doit d'exercer ses droits. Le souci de ses intérêts patrimoniaux le lui commande, mais aussi la conscience du rôle et des responsabilités qui lui incombent.

Au terme d'un an de travaux, la mission d'information sur la réforme du droit des sociétés, mise en place par la Commission des lois de l'Assemblée

nationale (mission Clément)<sup>1</sup>, vient de rendre public son rapport. Du constat « que l'actionnaire est le grand absent de la gouvernance à la française », elle conclut à la « nécessaire réhabilitation » de son rôle. Elle rejoint ainsi les conclusions d'autres travaux récents officiels ou émanant du secteur privé : la communication de la Commission européenne sur le gouvernement d'entreprise dans l'Union européenne préconise le « renforcement des droits des actionnaires »<sup>2</sup>; pour l'institut Montaigne, « réinventer la relation entre les actionnaires et l'entreprise constitue, sans doute, la première des priorités »<sup>3</sup>. Avec pertinence et fermeté, le rapport de la mission Clément rappelle, cependant, que « valoriser le rôle de l'actionnaire ne signifie pas seulement lui donner de nouveaux pouvoirs : cela implique également qu'il remplisse mieux ses devoirs. Notamment les investisseurs institutionnels doivent pleinement assumer leur rôle d'actionnaire ».

Pour l'actionnaire, assumer ses devoirs, c'est d'abord, et toujours, participer activement à l'exercice des prérogatives qu'il tient de la loi à travers l'assemblée générale. La loi, depuis peu en France, impose aux gestionnaires d'organismes de placement collectif de voter lors des assemblées générales des sociétés dont les titres sont détenus par les portefeuilles qu'ils gèrent ; obligation imposée depuis longtemps déjà aux fonds de pension nord-américains. La CDC, qui n'est pas soumise à une telle contrainte, se soumet librement à cette discipline. Dans la continuité des travaux de place (rapports Viénot, rapport Bouton, recommandations de l'AFG-ASFFI) et des évolutions

législatives (lois sur les nouvelles régulations économiques et sur la sécurité financière), elle a entrepris de réfléchir à un corps de principes en matière de gouvernement d'entreprise et de transparence financière qu'elle souhaite voir appliquer dans les sociétés françaises cotées dont elle est actionnaire.

Si l'assemblée générale est le socle sur lequel repose la gouvernance de l'entreprise, le conseil d'administration en est la clef de voûte. Surtout, le conseil d'administration est « la courroie de transmission principale entre les actionnaires et l'entreprise »<sup>4</sup>. L'actionnaire engagé ne peut donc éviter de s'interroger sur son éventuelle participation au conseil des sociétés où il détient une participation significative.

Longtemps, l'abstention est restée la réponse traditionnelle. Elle n'est pas satisfaisante.

Les analyses des sinistres récents font toutes apparaître que les conseils d'administration n'ont pas toujours joué leur rôle de surveillance des dirigeants et de garant des engagements envers les actionnaires. L'indépendance des administrateurs, souvent présentée comme nécessaire, est une notion qui mérite d'être approfondie. D'autres qualités (compétence, dynamisme...) déterminent l'efficacité d'un administrateur. Surtout, l'essentiel est de ne pas laisser confondre les objectifs de la société avec ceux des seuls dirigeants ; les actionnaires qui risquent leur capital doivent rappeler par leur présence au conseil d'administration que leurs intérêts ne doivent pas être négligés.

En sens contraire, les actionnaires institutionnels mettent volontiers en avant le souci de la liquidité de leurs

titres pour justifier leur abstention. La capacité de réaliser des plus-values de cession est, en effet, une condition de la rentabilité du placement en actions ; et voter avec ses pieds en vendant (le « vote de Wall Street ») est le mode d'expression naturel dont dispose l'investisseur mécontent de la gestion d'une entreprise. L'argument de la liquidité n'est, cependant, pas décisif. D'abord, parce que le marché n'assure souvent qu'une liquidité très imparfaite pour des investissements significatifs. Surtout si la capacité de mouvement de l'investisseur est plus limitée quand il siège au conseil d'administration, il n'en conserve pas moins la possibilité de procéder, s'il le souhaite, à des ajustements de sa position.

Quand ses intérêts patrimoniaux propres, la situation et les perspectives de l'entreprise et de son actionnariat le justifient, l'investisseur de long terme se doit donc d'accepter, voire de réclamer, une place au conseil d'administration des sociétés cotées dont il est actionnaire significatif.

## ACTEUR RESPONSABLE

Occuper un siège d'administrateur n'est pas anodin. C'est accepter une charge, lourde, et dont les dimensions éventuellement contentieuses, voire pénales, ne peuvent être ignorées. C'est prendre des risques, l'administrateur doit y être prêt. C'est, enfin, supporter des coûts : le temps passé, les obligations en termes de diligence et d'organisation, se paient. Demander un siège au conseil d'administration d'une société cotée, ou l'accepter

quand il est proposé, est une décision qui doit donc résulter d'un choix réfléchi et explicite, et il faut s'organiser pour exercer convenablement les mandats obtenus.

Les critères financiers sont évidemment essentiels pour fonder une décision raisonnée : résultat et perspectives de la société, répartition de son actionnariat, poids de la participation dans le portefeuille, durée de détention et montant des plus-values potentielles. Ils ne suffisent pas. Les critères qualitatifs doivent aussi être considérés. Ils portent sur la gouvernance de la société, les conflits d'intérêts potentiels, les aspects sectoriels... Le choix d'entrer dans un conseil ne peut, cependant, se déduire simplement de l'application de règles mécaniques. Construire une grille d'analyse à partir de critères précis permet d'éclairer le jugement, mais n'en dispense pas. Une procédure formalisée est nécessaire pour identifier clairement les termes de la décision et en assurer la collégialité et la transparence.

Être représenté au conseil d'une société cotée implique des obligations. Il faut se mettre en mesure de les assumer. La CDC a donc décidé de mettre en place un comité consultatif sur la gouvernance. Présidé par René Barbier de la Serre, ce comité est constitué de personnalités du monde de l'entreprise, de responsables de la CDC et de représentants de la Commission de surveillance. Il lui reviendra d'apporter son concours et ses conseils sur les différents aspects du gouvernement d'entreprise. Le résultat de ses réflexions servira notamment à élaborer le guide de vote

en assemblée générale, comme la charte de l'administrateur. La charte développera les principes (de loyauté, diligence, discrétion, intégrité, transparence) que se doivent d'appliquer les représentants de la CDC. Elle sera adressée à tous les administrateurs désignés par la CDC qui s'engageront à remplir leur mission dans le cadre ainsi défini.

Enfin, placée dès son origine sous l'égide de la « foi publique », la CDC ne pourrait pas s'engager de façon crédible dans les sociétés dont elle détient une part de capital, si elle-même n'agissait pas de façon responsable et transparente. Dans ce domaine comme dans les autres, elle rend donc compte régulièrement de son action à sa Commission de surveillance, où les parlementaires occupent une place essentielle (c'est l'un d'eux, traditionnellement un député, qui la préside).

« En matière de gouvernance, les entreprises se cherchent, un peu partout dans le monde », constatait récemment Carlos Ghosn<sup>5</sup>. La quête d'une bonne gouvernance des sociétés cotées n'est pas un problème spécifiquement français, ni l'un de ceux dont la solution est connue. On ne peut y répondre par des recettes, ni toutes faites, ni universelles. Mais après les défaillances et scandales qui ont révélé les insuffisances de la pratique traditionnelle, tous, l'entreprise et ses parties prenantes, les autorités de surveillance et leurs auxiliaires, les intermédiaires et les investisseurs finaux, doivent s'efforcer aux adaptations nécessaires.

Du côté des actionnaires, il faut rompre avec la passivité trop souvent de

règle jusqu'alors. Les grands investisseurs pour compte propre, comme la CDC dont les principes d'action viennent d'être exposés, sont les premiers concernés, mais ils sont rares. Les gestionnaires de l'épargne collective, fonds de pension, ou organismes de placement en valeurs mobilières (OPCVM), s'engagent également, mais ils se heurtent vite aux limites que leur impose leur taille souvent très faible dans l'actionnariat d'une société donnée, l'horizon de leurs placements généralement assez court, voire leurs obligations fiduciaires. Reste la question des actionnaires individuels. Selon une enquête réalisée pour le compte de la Banque de France et Euronext, 22 % des Français de plus de quinze ans détiennent des actions ; la mission Clément (cf. note 1) en déduit, à juste

titre, que l'actionnaire « n'est pas un objet votant non identifiable, mais une réalité importante du corps social », et qu'il faut le « placer au cœur de la gouvernance ». Le but est clair ; les moyens pour y parvenir, plus difficiles à définir. Ils passent par un élargissement des droits de l'assemblée générale et un effort accru d'information. Au-delà, de multiples propositions sont en cours de discussion sur les principales places financières, mais des solutions largement acceptées ne se dégagent pas encore. La recherche des modalités d'une participation accrue des actionnaires particuliers doit donc se poursuivre. En effet, si l'entreprise a vraiment pour objectif la création de valeur actionnariale à long terme, alors sa gouvernance doit être fondée sur une démocratie actionnariale renforcée.

### NOTES

1. Rapport d'information déposé par la Commission des lois en conclusion des travaux de la mission d'information sur la réforme du droit des sociétés, présenté par le président de la mission, Pascal Clément, député. Enregistré à la présidence de l'Assemblée nationale le 2 décembre 2003.
2. Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen : *Modernisation du droit des sociétés et renforcement du gouvernement d'entreprise dans l'Union européenne - Un plan pour avancer*, Bruxelles, 21 mai 2003, pp. 16-17.
3. *Mieux gouverner l'entreprise*, Institut Montaigne, mars 2003.
4. *Le gouvernement d'entreprise n'est pas du ressort du seul conseil d'administration*, Le cercle des économistes, Cahier n° 2, mai 2003, p. 13.
5. *Le Monde* du 3 septembre 2003.