



# LES NOUVELLES STRATÉGIES DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

DENIS CLERC\*

**E**n l'espace de quelques mois, au cours de l'année écoulée, les PDG d'Elf, d'André et de Mannesmann ont été remerciés par leurs actionnaires, qui ont choisi de se rallier à des propositions que lesdits PDG récusaient. Et, dans les trois cas, la balance a penché d'un côté plutôt que de l'autre grâce aux fonds de pension, sociétés d'assurance-vie, Sicav et autres fonds communs de placement - bref, ce qu'on appelle habituellement les investisseurs institutionnels, ou *zinzins* qui détenaient une part relativement importante du capital. Cette nouvelle catégorie d'acteurs financiers que l'on qualifiait habituellement de *sleeping partners*, actionnaires dormants, semble en train de se réveiller. Ce n'est évidemment pas propre à la vieille Europe : aux Etats-Unis aussi, les patrons d'IBM, de Kodak, de General Motors ou de Westinghouse ont dû démissionner, faute d'avoir su convaincre les gestionnaires de fonds de pension américains du bien-fondé de leur stratégie. Sans être directement aux postes de commande, les *zinzins* exercent une influence croissante sur les sociétés dont ils possèdent une partie du capital. Pour le meilleur ou pour le pire ?

## LA RECHERCHE DE LA RENTABILITÉ DES PLACEMENTS

Pour les uns<sup>1</sup>, l'affaire est claire : ces investisseurs imposent, dans les faits, un niveau de rentabilité du capital qui contraint les entreprises à arbitrer en faveur des actionnaires et au détriment des salariés et des fournisseurs. On sait que la concurrence entre organismes collecteurs d'épargne longue tend effectivement à imposer une « norme » de rentabilité, le chiffre de 15 % (des capitaux propres) étant le plus souvent cité. Et lorsque les sociétés cotées ne tiennent pas leurs promesses, le cours de leurs actions en Bourse subit une contraction à la baisse qui peut même être violente : on l'a vu de façon spectaculaire le 17 septembre 1998, lorsque le cours de l'action Alcatel a plongé de 38 % en une seule journée, suite à la publication de résultats semestriels moindres que ceux qui étaient annoncés. C'est d'ailleurs pour tenter de limiter la baisse du cours de l'action Michelin que, le jour même où il dévoilait des bénéfices moindres que ceux qui étaient espérés, Edouard Michelin

\* Enseignant à l'ENESAD (Etablissement national d'enseignement agronomique de Dijon), rapporteur adjoint au CERC (Conseil supérieur des revenus, de l'emploi et de la cohésion sociale) et conseiller de la rédaction du mensuel *Alternatives Economiques*.

annonçait un plan de réduction des effectifs de sa firme à l'échelle mondiale, façon de dire aux marchés financiers que la promesse d'un taux de rentabilité élevé, non tenue cette année-là, pourrait l'être à l'avenir. La pression peut d'ailleurs prendre d'autres formes que la vente des titres. Ainsi, CalPERS, le fonds de pension des fonctionnaires de Californie, publie chaque année la liste des entreprises qu'il estime les plus décevantes, tandis que le *Council of Institutional Investors*, qui regroupe les principaux fonds de pension américains, pointe du doigt les dirigeants aux rémunérations jugées excessives au regard des performances des sociétés qu'ils dirigent.

Il ne faut pas sous-estimer l'importance du changement ainsi opéré depuis quelques années. Traditionnellement, en effet, les détenteurs du capital supportent le risque d'entreprise : leur rémunération est variable parce que c'est un solde, alors que, au contraire, les salariés et les fournisseurs reçoivent des montants fixés par contrat, donc déterminés à l'avance. Or, dès lors qu'une norme de rentabilité du capital tend à se mettre en place et que la stratégie d'entreprise vise à satisfaire cette norme, cela signifie que le risque d'entreprise est désormais assuré, en tout ou en partie, par d'autres que les actionnaires et, au premier chef, par les salariés dont la rémunération tend à devenir, pour une part croissante, variable : hausses de salaire indexées en partie sur les résultats de l'entreprise, du département ou de l'atelier ; poids croissant dans la rémunération, de l'intéressement, de la participation, voire de *stock options*, grandeurs qui varient notamment en fonction du résultat de l'entreprise. Et quand cela ne suffit pas, il faut tailler dans le vif, et maigrir, façon Michelin, en éliminant les activités qui pèsent sur la rentabilité : ce qui, dans le jargon contemporain aseptisé, s'appelle « recentrage sur les métiers de base », histoire d'éviter les mots qui fâchent.

## L'INTÉGRATION RÉCENTE DES CRITÈRES ÉTHIQUES

Mais, puisque les *zinzins* détiennent un pouvoir important, qu'ils sont capables, par leurs décisions d'achat ou de vente des actions d'une société, d'influer sur la stratégie de celle-ci, pourquoi se priver d'user de ce pouvoir pour l'inciter à respecter d'autres critères que le seul profit ? Telle est la position d'un certain nombre d'analystes qui mettent en avant la montée des « fonds éthiques », c'est-à-dire de fonds de placement qui sélectionnent les titres conservés en portefeuille en fonction de critères moraux, sociaux ou environnementaux. Selon Michel Capron<sup>2</sup>, ces fonds géraient aujourd'hui un dixième des actifs boursiers américains et verraient le montant de leur portefeuille progresser plus vite que l'ensemble du marché. Débordant le monde relativement petit des communautés religieuses, où il a pris naissance, ce mouvement touche l'épargne collective d'une fraction des salariés, voire de citoyens qui cherchent à utiliser ce « pouvoir de l'argent » pour faire progresser les causes auxquelles ils adhèrent. En France, aux « fonds éthiques » s'ajoutent des « fonds solidaires »<sup>3</sup> dans lesquels les épargnants acceptent de reverser une part de leurs revenus à des organismes qui financent des emplois, des logements ou des travaux d'intérêt général à destination de personnes en difficulté. Evidemment, un certain flou peut exister sur le contenu précis des comportements « socialement responsables » que les sociétés concernées s'engagent à respecter.

### Les limites de « l'actionnariat responsable »

Il convient cependant de pointer les limites de cet « actionnariat responsable ». Les limites quantitatives sont évidentes :



même si les fonds éthiques se développent, ils demeurent très minoritaires et ne peuvent donc exercer qu'une influence limitée sur les dirigeants, d'autant plus limitée, d'ailleurs, qu'il n'est pas toujours facile d'aller vérifier dans le détail les affirmations de ces dirigeants, même si, grâce à des audits effectués par des organismes spécialisés (comme l'Arese en France) ou par l'adhésion à une norme internationale en matière sociale (la norme SA 8000), une meilleure surveillance des engagements souscrits devient possible.

Les limites qualitatives sont finalement plus importantes. Philippe Manière, chaud partisan d'un « capitalisme démocratique », cite l'exemple des chauffeurs routiers américains<sup>4</sup>, dont le syndicat a mis en échec une opération d'introduction en Bourse de la société de transport routier *Overnite*, en mettant en avant, auprès des *zinzins* susceptibles d'acquérir des paquets de titres, qu'il s'agissait là d'un investissement risqué en raison d'un conflit social potentiel financièrement lourd de conséquences pour les futurs actionnaires. Quelques jours après, la direction céda. Utiliser le capital pour faire pression en faveur du travail ? Michel Aglietta<sup>5</sup> voit, dans la montée des organismes financiers gérant des fonds pour le compte des salariés, une opportunité pour rééquilibrer une balance qui avançait par trop le capital. La crainte de voir les cours en Bourse baisser pour un titre particulier, qui serait délaissé par certains *zinzins*, est en effet loin d'être sans imaginaire. Jean-Marie Messier<sup>6</sup> écrit, significativement, que « les entreprises ne peuvent payer cash des sociétés qui valent des centaines de milliards de dollars. Leurs actions représentent leur monnaie. La richesse d'une entreprise est donc indexée sur son cours de Bourse. Plus il est haut, plus elle a la capacité de se développer ». Admettons.

Mais encore faudrait-il que les *zinzins* à préoccupation sociale puissent faire pression. Dans les *road shows*, ces tournées

d'information de dirigeants auprès des fonds de pension qui détiennent une fraction des actions de leurs sociétés, il semble que l'on parle plus finance que social. Dans les Assemblées générales d'actionnaires, la loi américaine (dite ERISA, votée en 1974) interdit, d'ailleurs, que des questions portant sur les opérations courantes de gestion puissent être posées par des actionnaires aux dirigeants. Or, la politique salariale, ou la politique d'emploi relève de la gestion courante aux yeux de la loi. Pour Catherine Sauviat et Jean-Marie Pernot, l'affaire est d'autant plus compromise que, « pour avoir quelque chance de réussite, [cet interventionnisme social] ne peut se limiter qu'aux objectifs reconnus comme légitimes par la communauté des autres investisseurs institutionnels »<sup>7</sup>. Puisque la « prise de parole » des actionnaires est donc limitée, voire exclue, dans le domaine social, il reste donc la « défection », c'est-à-dire la vente des actions. Ligne ultime de défense, qui ne peut servir qu'une fois, qui n'aura d'effet que si elle est imitée par d'autres *zinzins*, et qui n'est pas toujours sans inconvénient lorsque le gestionnaire du fonds doit arbitrer entre exigence sociale (ou éthique) et souci de rentabilité. Cela peut marcher ponctuellement, mais il vaut mieux ne pas se leurrer sur la capacité des *zinzins* à impulser par ce biais, beaucoup de moralisation sociale dans la vie des affaires.

Au fond, ce qui ressort de ce rapide tour d'horizon, c'est que la montée du capitalisme financier et de ses formes collectives de gestion, ne mérite ni cet excès d'honneur, ni cette indignité dont certains ont voulu le recouvrer. Même si la réalité des fonds éthiques n'est pas indéniable, leur capacité à infléchir les règles du jeu est limitée, et il faudra bien que les règles en question, si elles doivent évoluer, soient fixées ou négociées principalement par d'autres acteurs, qu'il s'agisse de l'Etat ou des acteurs sociaux eux-mêmes. Mais, à

l'inverse, il paraît tout aussi douteux que cette même gestion collective aboutisse à pressurer, toujours davantage, le travail et à renforcer, encore et toujours, le capital et ses revenus. Si l'on excepte les « fonds spéculatifs », la quasi-totalité des zinzins raisonne sur le long terme davantage que sur les résultats immédiats : or, on sait bien, sur le long terme, que l'efficacité des entreprises dépend de la capacité à traiter

équitablement les salariés qui en assurent la marche quotidienne. Le fait que le capitalisme devienne davantage patrimonial ne modifie pas radicalement la façon dont il fonctionne, mélange subtil de règles imposées, de rapports de force étalés et de compromis négociés. Simplement, dans ce jeu subtil, un étage supplémentaire - l'étage financier - apparaît. C'est un changement, pas une révolution.

### NOTES

1. Par exemple, les auteurs du livre collectif *Les pièges de la finance mondiale* (éd. Syros, 2000) d'une tonalité très critique, mais remarquablement bien informé.
2. « Grandes et petites manœuvres autour de l'éthique d'entreprise », *Cadres CFDT*, décembre 1999.
3. Voir le *Guide pratique des placements éthiques* édité par *Alternatives économiques*, dont les deux premières éditions ont été épuisées et dont la 3<sup>ème</sup>, mise à jour, paraîtra début 2001. A ce jour, plus de 20 000 exemplaires de ce guide ont été vendus.
4. Voir *Marx à la corbeille*, Stock, 1999.
5. Voir la *Note de la Fondation Saint-Simon*, « Le capitalisme de demain », novembre 1998. Voir aussi la postface à la nouvelle édition de *Régulation et crises du capitalisme*, Odile Jacob, 1999. Ce point de vue est partagé par Alain Minc qui, dans *www.capitalisme.fr* (Grasset, 2000), voit dans l'actionnariat salarié une manière d'appliquer la redistribution au patrimoine, par un partage plus équitable de la plus-value.
6. *J6m.com*, *faut-il avoir peur de la nouvelle économie?*, Hachette, 2000, p. 219.
7. « Fonds de pension et épargne salariale aux Etats-Unis : les limites du pouvoir syndical », *L'année de la régulation*, vol. 4/2000, La Découverte, p. 110.