



# INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ET GOUVERNANCE DES ENTREPRISES

ESTHER JEFFERS\*  
DOMINIQUE PLIHON\*\*

**A**u cours des vingt dernières années, les investisseurs institutionnels sont devenus des acteurs majeurs de l'économie mondiale par l'importance de leurs opérations sur les marchés financiers. Ces investisseurs ont multiplié les prises de participations dans les grandes entreprises et sont en mesure de contrôler de manière parfois décisive la gestion de celles-ci.

Un certain nombre de travaux ont déjà été réalisés sur le fonctionnement et le rôle des investisseurs institutionnels. Leurs analyses montrent que ces acteurs ont une place désormais essentielle dans l'économie mondiale. Ainsi l'OCDE, dans une étude spéciale (1998), a analysé l'influence grandissante des investisseurs institutionnels dans le système financier international et sur le fonctionnement des entreprises industrielles dans le capital desquelles ces investisseurs ont réalisé des prises de participation. En France, le rapport Morin (1998), rédigé à la demande du ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, conclut que la gestion des grandes entreprises françaises connaît actuellement « une transformation radicale, impulsée de l'extérieur, par l'entremise des grands gestionnaires de fonds de pension américains ».

On se propose, dans cet article, de prolonger ces réflexions en mettant l'accent sur l'impact des investisseurs anglo-saxons sur la gouvernance des entreprises. Notre hypothèse centrale est qu'il existe un lien étroit entre les règles juridiques qui encadrent ces acteurs aux États-Unis, d'une part, et les principes de gouvernance imposés par ces mêmes acteurs aux entreprises dont ils sont actionnaires à l'échelle internationale, d'autre part. On montre qu'au-delà de leur diversité, les investisseurs institutionnels américains poursuivent des objectifs communs.

Une première partie décrit les principales caractéristiques de ces acteurs et montre la montée en puissance des investisseurs anglo-saxons - principalement américains - en Europe. Une deuxième partie analyse les règles qui gouvernent le comportement et les stratégies des investis-

\* Maître de conférence à l'Université Paris VIII et membre du CEPML-LED.

\*\* Professeur à l'Université Paris XIII et membre du Centre d'économie de Paris-Nord (CEPN).

seurs américains. La dernière partie étudie l'impact des investisseurs anglo-saxons sur la gouvernance des entreprises, un éclairage particulier étant porté sur le cas français qui est particulièrement significatif.

### *LA MONTÉE EN PUISSANCE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS*

L'importance des investisseurs institutionnels ressort du volume des actifs financiers gérés par ceux-ci : un peu plus de 30 000 milliards de dollars en 1998, d'après les estimations de l'OCDE données dans le tableau n°1, ce qui dépasse le PIB global des pays industrialisés concernés. La croissance de ces actifs a été extrêmement rapide ces dernières années : +124 % de 1990 à 1998. On constate également que la propriété de ces actifs est très inégalement répartie entre les pays : la proportion est presque de 60 % pour les États-Unis, contre seulement 11 % pour le Japon, 10 % pour le Royaume-Uni, 5,5 % pour la France et 5 % pour l'Allemagne.

**Tableau n°1  
Les investisseurs institutionnels des pays industrialisés  
Situation en 1998**

	Fonds de pension	Compagnies d'assurance	Sociétés d'investissement	Autres <sup>(1)</sup> investisseurs institutionnels		Chiffres agrégés
	Répartition des portefeuilles d'actifs financiers en %				%	En milliards de \$
Etats-Unis	71,5	44,7	54,8	76,3	59,5	18 005,4
Japon <sup>(2)</sup>	7,0	17,0	8,5	11,5	11,3	3 205,1
Royaume-Uni	11,4	16,9	4,2	-	9,6	2 906,6
France	0,0	11,5	7,7	-	5,5	1 659,3
Allemagne	0,7	9,6	7,0	-	5,0	1 498,9
Pays-Bas	3,2	2,3	0,7	-	1,9	588,0
Canada	2,8	2,2	2,1	-	2,2	651,1
Suisse <sup>(3)</sup>	-	2,6	0,8	-	0,9	284,5
Autres	3,4	-	-	12,2	4,1	1 452,3
Total	100	100	100	100	100	30 251,2
Dont UE, en % <sup>(4)</sup>	16,4	47,3	35,3	11,6		9 075,2
Total, milliards \$ <sup>(5)</sup>	10 016,7	8 182,6(6)	9 283,3	2 768,6		30 251,2
Total, en %	33	27	30	10	100	

(1) Selon la typologie adoptée par l'OCDE, les autres formes d'investisseurs institutionnels regroupent les fondations, les fonds autres que les fonds de retraite gérés par les banques, les partenariats privés d'investissement et autres formes.

(2) Japon : données de 1997.

(3) Suisse : non compris les fonds de pension.

(4) Total de l'UE exclut la Belgique et la Suède.

(5) Total ne comprend pas la Belgique, la République Tchèque et la Suède

Total ne comprend pas les compagnies d'assurance japonaises.

(6) Total ne comprend pas les compagnies d'assurance japonaises.

Tableau conçu à partir des données contenues dans l'Annuaire statistique de l'OCDE 2000.

*Les principales catégories d'investisseurs institutionnels*

Selon les classifications habituelles, les investisseurs institutionnels (les « zinzins »), regroupent trois types principaux d'institutions : les organismes de placement collectif (OPC), les compagnies d'assurances et les fonds de pension. Le poids de ces différentes institutions financières est très variable selon les pays. Les fonds de pension dominent aux États-Unis tandis que les assurances ont le plus gros portefeuille au Japon ; en France, la première place revient aux fonds mutuels, les OPCVM <sup>(1)</sup>.

Les fonds de pension, qui ont pour vocation de financer les retraites, géraient en 1998 près du tiers (33 %, d'après le tableau n°1) des actifs financiers détenus par les investisseurs institutionnels. Ceux-ci se sont surtout développés dans les pays qui pratiquent les systèmes de retraite par capitalisation, en particulier les États-Unis et le Royaume-Uni. En revanche, dans les pays d'Europe continentale, où prédominent les systèmes de retraite par répartition, les fonds de pension ont un poids encore faible (à l'exception des Pays-Bas et de la Suisse).

La part des titres étrangers dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels évolue et on constate des tendances différentes selon le type d'investisseur. Ainsi, les compagnies d'assurance sont les moins diversifiées géographiquement, tandis que les fonds de pension détiennent en moyenne la part la plus élevée d'actifs étrangers, comme l'indique le tableau n°2. Depuis le début des années 1990, ces derniers mènent une politique active de diversification internationale.

Les fonds de pension américains ont occupé le devant de la scène internationale par l'importance de leurs placements financiers dans l'économie mondiale et par leur activisme en tant qu'actionnaires.

**Tableau n°2**  
**Diversification internationale des portefeuilles institutionnels en 1996**

	Fonds de pension	Compagnies d'assurances	Organismes de placement collectif
Parts des actifs étrangers en % du portefeuille total			
États-Unis	11	7	7
Japon	23	13	-
Royaume-Uni	28	18	15
Pays-Bas	30	18	7
Suisse	16	-	49

Sources : BRI, OCDE, Fédération européenne des fonds et sociétés d'investissement Société financière

Selon les pays, l'internationalisation des portefeuilles des fonds d'investissement apparaît très inégale. Les investisseurs semblent pratiquer une diversification internationale beaucoup plus poussée aux Pays-Bas, au Royaume-Uni, en Suisse et au Japon (avec des taux d'internationalisation allant en 1996 de 16 % à 49 %) qu'aux États-Unis (11 % seulement pour les fonds de pension). Il est vrai que, dans le cas des investisseurs américains, cette faible ouverture internationale des portefeuilles est largement compensée par le poids écrasant (égal à 50 %) du portefeuille américain à l'échelle mondiale (Plihon, 1999).

Les placements des fonds américains à l'étranger sont essentiellement en actions. Un rapport publié par *Thomson Financial Investor Relations* montre que ces derniers ont privilégié l'Europe dans leurs placements en actions étrangères. Ainsi, fin 1998, ils détenaient 431 milliards de dollars en actions européennes : la Grande-Bretagne (134 milliards de dollars) et les Pays-Bas (77 milliards de dollars) sont les deux premières cibles des investisseurs américains en termes de stocks d'actions étrangères. La France est en troisième position avec 50 milliards de dollars.

8

**Tableau n°3**  
**Les 10 principaux investisseurs institutionnels américains**  
**en actions étrangères**

Rang	Investisseur	Valeur en 1998 en milliards de \$
1	Capital Research	65,3
2	Fidelity Management	42,7
3	Templeton Investment	42,6
4	Janus	23,4
5	TIAA-CREF	21,1
6	Merrill Lynch Asset Management	20,3
7	Scudder	16,2
8	Wellington	12,1
9	New Jersey Division of Investment	9,9
10	Grantham, Mayo	9,8

Source : 1999 International Target Cities Report, Thomson Financial

### *La présence des investisseurs étrangers en France*

L'arrivée des investisseurs étrangers sur la scène internationale explique en grande partie le gonflement des transactions, enregistré ces

dernières années, sur la plupart des grandes places financières européennes. Sur la Place de Paris, les non résidents ont ainsi réalisé plus de 80 % des transactions sur les actions françaises cotées au second trimestre 1998, selon une enquête de la Banque de France.

La part des non résidents dans le capital des entreprises françaises est très significative, qu'il s'agisse des grandes entreprises du CAC 40 ou du tissu de petites et moyennes entreprises à fort potentiel de développement. Cette présence étrangère au sein des sociétés françaises s'est développée à un rythme accéléré, passant de 23,5 % de la capitalisation boursière de Paris en 1993 à environ 36,9 % en 1999, selon la Banque de France. La part des investisseurs étrangers est très élevée dans les grandes entreprises françaises : elle atteindrait 50 % pour l'ensemble des sociétés figurant à l'indice CAC 40, selon le *Journal des Finances*<sup>8</sup>. Selon cette source, ce niveau serait nettement plus élevé que celui observé dans les autres principaux pays développés où le taux de détention moyen de la capitalisation boursière par les non résidents serait de 11 % pour le Japon, de 9 % en Grande Bretagne, et de 6 % aux États-Unis.

**Tableau n°4**  
**Part des investisseurs étrangers**  
**dans le capital de grandes sociétés françaises**  
**(en % du capital en septembre 1999)**

Banques Assurances	Invest. étrangers	Invest. Anglo-saxons	Industrie	Invest. Etrangers	Invest. anglo-saxons
BNP	45	20.4	Elf-Aquitaine	56	39
Société générale	50.1	29	Rhône-Poulenc	59.6	14.4
CCF	68.8	10	Vivendi	51.5	27
AXA	44	28	Alcatel	49	30
AGF	25	16.5	Accor	48	30

Source : *L'Expansion* et Carson-Europe

Considérés globalement, les investisseurs anglo-saxons, notamment les fonds de pension américains, ont pris un poids souvent prépondérant dans le capital des grandes entreprises françaises, ce qui est illustré par le tableau n°4. En revanche, pris individuellement, les grands fonds américains ont une position d'actionnaires minoritaires dans le capital des grandes entreprises françaises, comme le montre le tableau n°5. Ce fait s'explique par la volonté de diversification des placements de ces acteurs et par les contraintes réglementaires. Toutefois, l'influence de ces actionnaires minoritaires sur les entreprises françaises dépasse largement le poids des prises de participation, comme on le verra plus loin.

**Tableau n°5**  
**Part des grands fonds américains dans le capital**  
**des grandes entreprises françaises**  
**(en % du capital détenu - septembre 1997)**

Groupes français	Fonds américains		
	Calpers	Fidelity	Templeton
AGF	0.20	0.09	0.20
Alcatel - Alsthom	0.30	10.04	1.90
AXA - UAP	0.36	0.26	1.06
BNP	0.24	0.15	4.90
Bouygues	0.21	0.05	-
Canal +	0.20	1.31	-
ELF	0.26	0.43	2.10
Générale des Eaux	0.41	0.07	-
Havas	0.21	0.04	-
Paribas	0.21	0.18	-
Saint - Gobain	0.36	0.06	0.17
Société Générale	0.39	0.68	-
Suez - Lyonnaise	0.53	0.13	2.50
Total	0.33	5.14	1.50

Source : Morin (1998) à partir de Sisife - Lerep

### *LES RÈGLES DE GOUVERNANCE DES INVESTISSEURS AMÉRICAINS*

La montée en puissance spectaculaire des investisseurs institutionnels américains (leur détention des actions US est passée de 7,4 % à 55,6 % de 1950 à 1999) trouve sa source dans les transformations du marché financier (déréglementation et innovations financières) et dans l'individualisation de la retraite favorisée par des réformes juridiques. Cette individualisation des retraites est consécutive au déclin des régimes de retraite professionnels (fonds à prestations définies) instaurés avant la seconde guerre mondiale et caractéristiques de l'« entreprise-providence » (ApRoberts, 2000). Dans ces régimes, l'employeur est responsable des prestations versées, il gère et finance la retraite des salariés. La crise des années 1970 remet en cause la fonction sociale de l'« entreprise-providence ». La précarisation de l'emploi et l'amenuisement de la couverture sociale privée reportent sur les salariés la responsabilité de la constitution d'une épargne de précaution et d'une épargne retraite individuelles. Cette épargne individuelle se substitue aux fonds d'entreprise traditionnels à travers les fonds de pension et les fonds mutuels (Shiller, 2000).

Les transformations législatives et fiscales viennent conforter cette évolution. La loi ERISA (*Employers' Retirement Income Security Act*) votée par le Congrès en 1974 offre aux salariés la possibilité d'ouvrir un plan d'épargne individuel bénéficiant d'exemptions fiscales. L'industrie des fonds à cotisations définies décolle à partir de 1981 avec les « plans 401 (k) »<sup>3</sup>. Ces réformes aboutissent à la fermeture de nombreux plans collectifs à prestations définies auxquels se substituent les plans individuels et canalisent l'épargne des ménages vers les investisseurs institutionnels.

### *Le comportement des investisseurs conditionné par leur cadre juridique*

Les fonds de pension américains sont régis par un cadre juridique particulier - décrit dans l'encadré - qui est basé sur des notions largement étrangères au droit des pays d'Europe continentale telles que le *trustee*, le *nominee* et la *fiducie*<sup>4</sup>. Ces règles définissent les rapports entre les différentes catégories d'acteurs concernés par la gestion institutionnelle de l'épargne : les propriétaires des actifs, les commanditaires, et les professionnels qui gèrent les portefeuilles pour le compte des premiers (Magnier, in Ponsard et *alii*, 2000).

Le comportement des fonds de pension américains est largement gouverné par les principes de loyauté, de prudence et de diversification qui sous-tendent leur responsabilité « fiduciaire » (voir l'encadré). Cette influence se fait sentir dans les deux dimensions principales de la politique des fonds d'investissement, à savoir leur politique de gestion financière, d'une part, et leur politique actionnariale, d'autre part.

### *La politique financière des fonds américains*

L'application des principes de loyauté, de prudence et de diversification des risques expliquent trois caractéristiques majeures des stratégies financières des investisseurs américains (Jeffers et Plihon, in Ponsard et *alii* 2000) :

- la tendance de la majorité des dirigeants des fonds à rechercher une gestion « externalisée » de leurs actifs : il s'agit de gérer au mieux le patrimoine des épargnants en confiant celui-ci à des « experts » extérieurs au fonds (*outside money managers*). La loi relative à la gestion des fonds de pension énonce expressément que la responsabilité du *trustee* ne doit pas être jugée au regard du succès ou de l'échec d'une décision mais en fonction de la prudence et du soin mis dans le processus de prise de décision. C'est donc moins une obligation de résultats que de moyens ;
- pour gérer au mieux le risque en diversifiant celui-ci, les fonds sont amenés à détenir un grand nombre de participations dans le capital des entreprises qui sont le plus souvent faibles et donc minoritaires ;

### Encadré n° 1 Le cadre juridique dans lequel évoluent les fonds de pension américains

Les constituants du *trust* confient leurs actifs à un *trustee*, à charge pour celui-ci d'en remettre le revenu ou le capital au bénéficiaire, qui peut être soit le constituant (l'entreprise qui crée le fonds), soit une tierce personne (un épargnant individuel). Le *trustee* est chargé d'administrer les titres et peut les vendre. Il y a dualité de propriété, dans la mesure où le bénéficiaire et le *trustee* exercent des droits sur les actifs du *trust*. En droit français, le *trustee* exerce les droits et obligations du propriétaire des titres vis-à-vis de la société émettrice et peut donc être inscrit en compte d'actionnaire.

Le *nominee* est un mandataire recruté par l'investisseur institutionnel. Cette délégation à des *money managers* est une pratique très répandue chez les investisseurs américains dans le cadre de la gestion externe des fonds (voir plus loin). Dans le droit français, en tant que mandataire, cet intermédiaire doit s'acquitter des mêmes obligations que le *trustee*, mais il devra déclarer l'identité de l'actionnaire réel.

Selon la loi ERISA américaine (Employers' Retirement Income Security Act) de 1974 qui régleme l'activité des fonds de pension américains, la responsabilité « *fiduciaire* » du *trustee* peut être jugée selon les 4 critères suivants :

1. Les décisions ont-elles été prises dans le seul intérêt des participants ou bénéficiaires du plan ? (principe de loyauté)
2. La décision a-t-elle été prise avec le soin, la prudence, la diligence et le talent qu'un homme prudent familier avec ces procédures auraient prises dans des circonstances similaires ? (principe de la prudence)
3. L'allocation des actifs est-elle suffisamment diversifiée pour minimiser le risque de grosses pertes ? (sauf si les circonstances montrent clairement qu'il est prudent de ne pas le faire)
4. Les actifs sont-ils gérés et les actions sont-elles menées dans le cadre des mandats donnés et le champ autorisé par les documents du fonds ?

- la plupart des fonds américains pratiquent une gestion passive ou indexée, les gestionnaires organisant leur portefeuille de manière à reproduire un indice boursier. Selon une étude effectuée par Horan (1998) portant sur 1 300 portefeuilles institutionnels, les actifs des fonds de pension gérés de façon indexée sont sept fois plus importants que les actifs gérés d'une manière active. Dans le cas d'actions internationales, les actifs des fonds de pension sont gérés trente-huit fois plus souvent selon une stratégie indexée que par une stratégie active.

**Tableau n° 6**  
**Les relations entre les règles de gouvernance des fonds de pension américains et des entreprises cibles**



Il y a plusieurs explications au fait que les gestionnaires des fonds de pension soient beaucoup plus enclins à favoriser des modes de gestion axés sur l'indexation. En premier lieu, les coûts de gestion passive sont moins élevés. Une deuxième raison est liée à l'idée qu'il est devenu difficile de « battre le marché » par une stratégie active fondée sur une sélection individuelle des titres. Une troisième explication de la prépondérance de la gestion passive réside dans le fait que la responsabilité des dirigeants est ainsi mieux couverte car, aux yeux de la loi, ceux-ci peuvent faire la preuve, qu'en suivant les indices, ils ont cherché à diversifier leur portefeuille et donc à réduire le risque.

Les fonds de pension et les fonds mutuels ne sont pas soumis exactement aux mêmes contraintes. Pour les fonds mutuels, l'exigence de liquidité est essentielle dans la mesure où ils doivent évaluer quotidiennement leurs actifs et être en mesure de rembourser, dans la journée, un épargnant désireux de quitter le fonds. Les fonds de pension n'ont pas cette contrainte de liquidité, ils sont surtout soumis à l'obligation de défendre l'intérêt financier des bénéficiaires selon les critères énumérés plus haut.

Ces différences ne remettent pas en cause les fortes similitudes des politiques financières menées par les différentes catégories de fonds. Ainsi, il apparaît qu'au total la plus grande partie des actifs détenus par les fonds de pension et les fonds mutuels américains fait l'objet d'une gestion indexée fondée sur des prises de participations généralement faibles. Ce constat s'applique particulièrement au cas des investissements internationaux. Le fait que la plupart de ces investisseurs privilégient une gestion passive, en se référant aux mêmes indices boursiers, contribue à expliquer leur comportement « moutonnier », ce dernier étant amplifié par l'utilisation des nouvelles technologies et du *program trading*.

#### *POLITIQUE ACTIONNARIALE DES INVESTISSEURS ET GOUVERNANCE DES ENTREPRISES*

La politique des investisseurs institutionnels américains à l'égard des entreprises dont ils sont actionnaires découle également en grande partie des règles qui définissent leurs obligations à l'égard des épargnants. Il s'agit de défendre l'intérêt des épargnants en respectant les principes (prudence, loyauté, contrôle des risques) qui fondent la logique « fiduciaire ». Cette politique actionnariale s'exerce principalement à deux niveaux : en premier lieu, elle vise à amener les entreprises à privilégier un objectif de création de valeur actionnariale. Il s'agit de maximiser la valeur et le rendement financier du portefeuille géré par les investisseurs. En second lieu, les investisseurs cherchent à imposer aux entreprises des règles de « gouvernement » destinées à faciliter le contrôle des entrepri-



ses dont ils sont actionnaires. La généralisation des principes de gouvernance (*corporate governance*) dans les entreprises ouvertes au capital étranger serait ainsi une conséquence directe de la pression exercée par les investisseurs américains.

### *Création de valeur actionnariale et gestion des entreprises*

Depuis peu, la création de valeur actionnariale est devenue un objectif couramment mis en avant par les dirigeants des entreprises cotées. Le but avoué est de séduire les actionnaires et notamment les investisseurs étrangers. La question est de savoir quel est l'impact réel de cet objectif sur le fonctionnement interne des entreprises. D'après une enquête réalisée auprès des entreprises françaises les plus souvent citées comme s'intéressant à la création de valeur, il apparaît qu'une majorité d'entreprises interrogées n'a pas fondamentalement modifié son mode de fonctionnement interne, mais qu'un nombre croissant de ces entreprises cherche à transformer ses méthodes de « *management* » (Mottis et Ponsard, 2000). Ces changements sont le plus souvent conduits directement par la direction générale avec l'implication de la direction des ressources humaines. Cette mise en œuvre s'étale alors sur une à deux années, les différentes strates de la hiérarchie étant introduites progressivement. Si on peut se contenter en haut de la hiérarchie d'introduire des *stock options* (avec des conditions d'attributions fonction de divers critères relatifs relativement faciles à définir), plus on descend dans des niveaux inférieurs, plus il est nécessaire de se baser sur des indicateurs internes comme l'EVA (*Economic Value Added*), qui correspond au résultat économique de l'entreprise après rémunération de l'ensemble des capitaux investis.

La méthode EVA n'est pas uniquement un système d'évaluation financière. C'est également une méthode de « *management* » reposant sur un système d'incitations qui affecte le fonctionnement et l'organisation de l'entreprise. Des bonus doivent être fixés en fonction de l'obtention et du dépassement des objectifs d'EVA. Ces objectifs sont fixés globalement au niveau de l'entreprise en liaison avec les rendements anticipés par les investisseurs. Ces objectifs d'EVA sont ensuite décomposés par unité de production (ou centre de profit). Ils sont affichés sur des périodes pluri-annuelles de manière à inscrire dans la durée l'action des managers. On le voit, si ce type d'approche est appliqué, c'est l'ensemble des relations entre les partenaires internes de l'entreprise qui sont affectées.

### *Les nouvelles relations entre les entreprises et les actionnaires*

La montée en puissance de la gestion collective de l'épargne a entraîné une double modification de la géographie du capital des entreprises dans les grands pays industrialisés. D'un côté, on a assisté à une concentration du capital des entreprises entre les mains des investisseurs institutionnels. D'un autre côté, dans certains pays comme la France,



il y a eu une disparition des blocs d'actionnaires majoritaires (éclatement des noyaux durs et des participations croisées), ce qui a donné un pouvoir accru aux actionnaires minoritaires, en particulier les investisseurs institutionnels. Cette double transformation a contribué à faire basculer le mode de gouvernance des entreprises concernées du modèle « *managérial* », fondé sur le contrôle interne par les managers et par les conseils des entreprises, vers un modèle de type *shareholder*, fondé sur le contrôle externe exercé par les marchés et par les actionnaires. L'apparition d'actionnaires minoritaires forts constitue un phénomène récent, y compris aux États-Unis où l'actionnariat était très dispersé dans le passé.

Les investisseurs institutionnels gérant un portefeuille d'actifs financiers diversifié n'ont pas les mêmes intérêts que d'éventuels actionnaires de référence détenteurs de blocs de contrôle. Ces actionnaires minoritaires cherchent à exercer un contrôle indirect sur l'action des dirigeants, sans prendre directement part à la gestion des entreprises. Pratiquant un contrôle externe sur l'entreprise, leur objectif est double : réduire au maximum les asymétries d'information dont bénéficient les managers internes, d'une part, et favoriser la mise en place de systèmes d'incitations et de rémunérations amenant ces derniers à poursuivre l'objectif prioritaire de création de valeur actionnariale, d'autre part.

C'est ainsi que l'on peut expliquer la pression exercée par les investisseurs institutionnels pour modifier en leur faveur les « règles du jeu » de l'entreprise, i.e., le gouvernement d'entreprise.

Les demandes des investisseurs quant au gouvernement des entreprises portent sur cinq points principaux :

- *composition du conseil d'administration* : le principe général consiste à restaurer la fonction de surveillance du conseil d'administration, en tant que représentant de l'intérêt des actionnaires, vis-à-vis des dirigeants de l'entreprise. La réalisation de cet objectif peut être obtenue par la nomination d'administrateurs qui ne soient pas des dirigeants de l'entreprise, ou d'administrateurs totalement indépendants de l'entreprise, par une séparation entre les fonctions de président et de directeur général, et par la mise en place de comités spécifiques au sein du conseil (comités d'audit, de nomination ou de rémunération) ;

- *droits de vote* : trois éléments peuvent être rattachés à ce critère : souplesse des procédures en matière d'exercice du droit de vote et du vote par procuration, susceptibles de faciliter l'exercice du droit de vote pour des actionnaires non résidents, respect du principe « une action, une voix », et étendue des questions soumises à l'approbation des actionnaires ;

- *transparence* : l'exigence de transparence porte principalement sur deux aspects : l'utilisation de normes comptables internationales pour la présentation des comptes publiés par les entreprises, la publication de résultats trimestriels et la publication d'informations concernant la rémunération totale des dirigeants ;

- *barrières anti-OPA* : l'élimination des barrières anti-OPA (votes préférentiels par exemple) doit permettre au marché de la prise de contrôle d'entreprises d'agir comme mode de régulation du comportement des dirigeants, soit de manière préventive (si la menace d'OPA inamicale est jugée crédible par les dirigeants), soit pour sanctionner des comportements non conformes à l'objectif d'optimisation du couple rentabilité / risque poursuivi les investisseurs institutionnels ;

- *rémunération des dirigeants* : mise en place de systèmes de rémunération des dirigeants incitant directement ceux-ci à défendre l'intérêt des actionnaires (*stock options*). L'objectif est d'organiser la gestion de l'entreprise sur la base d'un « intérêt commun » entre les actionnaires et les dirigeants.

### *Le gouvernement d'entreprise en France*

Le cas de la France illustre bien l'effort récent des pays d'Europe continentale pour satisfaire certains critères du gouvernement d'entreprise. Plusieurs rapports ont été publiés en France à la suite du Rapport Cadbury (et de son *Code of Best Practice*) en 1992 au Royaume Uni, et de la version des *Principles of Corporate Governance* arrêtés en 1994 par l'*American Law Institute*, ces deux textes prônant le renforcement du rôle du conseil d'administration et des actionnaires en tant que contre-pouvoirs. Le rapport Marini publié en France en 1996 et resté à ce jour lettre morte, invitait largement à une réforme du droit des sociétés en France, et notamment à un renforcement de la protection des actionnaires minoritaires. Par ailleurs, les deux rapports Viénot, de juillet 1995 et 1999, et plus récemment la loi sur les « nouvelles régulations économiques » (voir l'encadré), illustrent la volonté du patronat et des pouvoirs publics de se rapprocher d'un modèle de gouvernement d'entreprise inspiré des normes anglo-saxonnes.

Les recommandations du premier rapport Viénot de juillet 1995 portaient essentiellement sur la mission et les attributions des conseils, leur composition et leur fonctionnement. Ce rapport n'apportait certes pas de bouleversement majeur à la conception française des conseils d'administration mais témoignait très clairement de la volonté des pouvoirs publics et des dirigeants de grandes entreprises françaises de prendre en compte les critiques et demandes des investisseurs institutionnels étrangers. Aussi le rapport recommande-t-il d'inclure au conseil de chaque société cotée au moins deux administrateurs indépendants, de limiter à cinq le nombre de mandats cumulés par un administrateur et d'œuvrer à la création d'un comité d'audit ayant pour tâche de s'assurer de la pertinence et permanence des méthodes comptables adoptées. La représentation de minoritaires et de « petits actionnaires » n'a pas été jugée souhaitable, pas plus que la participation de représentants des salariés aux conseils n'a été retenue.

Le rapport Viénot de 1999 se rapproche plus que le rapport de 1995 des normes anglo-saxonnes. Il propose que les sociétés cotées précisent dans leur rapport annuel l'application des recommandations ou le cas échéant la raison pour lesquelles elles n'auraient pas été mises en œuvre. Un poids plus important est accordé aux administrateurs indépendants, qui doivent désormais représenter un tiers du conseil d'administration<sup>5</sup>, et une nouvelle structure de SA est offerte en option, celle qui consiste à séparer les fonctions de président et de directeur-général. Par contre, le rapport Viénot II ne remet pas en cause la notion d'intérêt social (modèle du *stakeholder*) telle qu'elle existe dans le droit des sociétés au profit de l'intérêt de l'actionnaire. Ce point est important, car il est l'un des enjeux de la réforme de la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés, réforme qui traduirait l'évolution d'une conception institutionnaliste vers une conception plus contractualiste de la société anonyme; mais ce débat n'est pas tranché par le rapport Viénot. À nouveau, ce rapport n'est revêtu d'aucune force juridique contraignante. Il n'en a pas moins exercé une influence certaine sur la pratique des entreprises françaises.

### *Vers une convergence des modèles de gouvernance ?*

18

Il y a quelques années encore, on pouvait opposer plusieurs modes de gouvernement des entreprises, en distinguant par exemple le capitalisme anglo-saxon, le capitalisme rhénan, ou le capitalisme sans capital à la française.

L'analyse des évolutions récentes suggère l'existence d'un processus de convergence vers un modèle, s'imposant progressivement au niveau international, caractérisé par un renforcement du contrôle externe exercé par un actionnariat minoritaire fort, dont les fonds de pension et les *mutual funds* américains constituent actuellement la figure emblématique (Ponssard et *alii*, 2000). L'investisseur institutionnel, actionnaire minoritaire, s'imposerait ainsi comme un interlocuteur privilégié de l'entreprise et chercherait à aligner les comportements des dirigeants sur les objectifs qui lui sont propres. Les objectifs poursuivis par les investisseurs découleraient eux-mêmes du cadre juridique qui définit les obligations de ces derniers à l'égard des épargnants.

Cependant, ce renforcement du contrôle externe exercé sur les dirigeants par rapport à l'objectif de création de valeur actionnariale n'est pas exclusif d'autres formes de contrôle, susceptibles d'accommoder des considérations éthiques, environnementales ou sociales. Les partenaires de l'entreprise (*stakeholders*) autres que les actionnaires et les dirigeants pourraient continuer d'influer sur la politique des entreprises. Ainsi, en France jusqu'à présent, la notion d'« intérêt social » de l'entreprise n'a pas été remise en cause. De même, le développement

**Encadré n° 2****La loi sur les « Nouvelles Régulations Économiques »**

Adoptée le 2 mai 2001, cette loi comporte un volet important sur le gouvernement d'entreprise et constitue une étape dans la mise en place du capitalisme actionnarial en France.

**1. La loi organise une redistribution des pouvoirs dans l'entreprise**, le directeur général assurant l'administration générale de la société, et le conseil d'administration concevant la stratégie d'ensemble et la surveillance de celle-ci. Cette disposition, qui vise à réduire la concentration des pouvoirs dans l'entreprise, peut être considérée comme un affaiblissement du pouvoir des managers (capitalisme managérial) au profit des actionnaires.

**2. La loi entend lutter contre les conflits d'intérêts** : le contrôle accru des conventions et des relations que les administrateurs entretiennent directement ou indirectement avec la société est un emprunt au droit anglo-saxon qui gère les conflits d'intérêts notamment par des procédés de déclaration. Ainsi, le droit français des sociétés, qui fut un droit de structure et d'organisation de procédure des pouvoirs de décision, devient un droit de comportement et d'appréciation des conflits d'intérêts.

**3. La loi organise une distribution de droits nouveaux aux actionnaires, notamment dans l'expertise de gestion** rendue plus accessible. Par la possibilité donnée du recours au juge, les actionnaires deviennent agents de la légalité.

**4. Un des traits les plus frappants de cette loi est la confusion souhaitée entre statut de salarié et statut d'actionnaire.** Cette confusion avait jusqu'ici lieu dans un sens : les managers salariés, par le biais des *stock options*, devenaient aussi intéressés et exposés au risque patrimonial que les actionnaires. La loi opère la confusion symétrique, sans doute avec l'idée d'une sorte de compensation : désormais, il y a un droit des salariés à être titulaires d'actions de leur entreprise pour pouvoir intervenir aux assemblées. En outre, des droits d'accès au juge semblables à ceux des actionnaires sont donnés aux comités d'entreprise.

**5. Une volonté de transparence accrue.** En anticipant la résistance face à la perspective d'adoption d'une structure duale de pouvoir, la loi a introduit l'arme de la transparence, c'est-à-dire l'obligation des dirigeants à divulguer de l'information, concernant notamment leurs rémunérations. La mesure s'applique aussi aux sociétés non cotées. La problématique du gouvernement d'entreprise, née et jusqu'ici cantonnée aux sociétés cotées, gagnerait ainsi les sociétés non cotées.

de l'actionnariat salarié ou l'intervention de l'État à travers les « nouvelles régulations économiques » peuvent apparaître comme autant de sources de contre-pouvoirs dans l'entreprise. Toutefois, alors que dans le passé les modes d'influence exercés par les *stakeholders* reposaient souvent sur des rapports de force peu transparents, ce type de marchandages opaques est de moins en moins admissible aux yeux d'actionnaires minoritaires puissants. En fin de compte, s'il y a convergence vers un modèle de gouvernement d'entreprise, ce serait par hybridation de certains éléments de deux modèles du *shareholder* et du *stakeholder*. Cette hypothèse est développée par Plihon, Ponsard et Zarlowski dans ce numéro de la *Revue d'économie financière*.

### NOTES

1. Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) regroupent deux catégories d'institutions : les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) et les fonds communs de placement (FCP).
2. Voir *Journal des finances* du 15 mai 1999.
3. Appellation correspondant au numéro de l'article de la loi fixant le régime fiscal de ces plans d'épargne-retraite.
4. « Fiducie » vient du latin « fiducia » qui signifie confiance. De même, « trust » signifie confiance en anglais. On voit ainsi l'importance, dans le droit anglo-saxon, de la notion de confiance dans les relations entre les partenaires impliqués dans la gestion des fonds d'investissement.
5. Le rapport Viénot II simplifie la définition de l'indépendance, par rapport à Viénot I : Est indépendant celui qui « n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société ou son groupe qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement ».

### BIBLIOGRAPHIE

- APROBERTS L. (2000), *Les retraites aux États-Unis*, La Dispute, Paris.
- HORAN S. (1998), « A comparison of indexing and beta among pension and non pension assets », *The Journal of Financial Research*, Fall.
- MORIN F. (1998), « Le modèle français de détention et de gestion du capital », Rapport au ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, Les Editions de Bercy.
- MOTTIS N. ET PONSSARD J-P. (2000), « Création de valeur et politique de rémunération - Enjeux et pratiques », *Gérer et Comprendre*, juin.
- PONSSARD J-P, FRISON-ROCHE M-A., DICK W., GEHRKE I., JEFFERS E., MAGNIER V., MOTTIS N., PLIHON D., SAULPIC O., TANGUY H. ET ZARLOWSKI P. (2000), « Les investissements des fonds étrangers dans les entreprises industrielles », étude pour le ministère de l'Industrie publiée dans le rapport CPCI sur la situation de l'industrie française.
- PLIHON D. (1999), « Les investisseurs institutionnels, nouveaux acteurs de la finance internationale », in « Crise mondiale et marchés financiers », Documentation Française, *Cahiers Français*, n° 289, janvier-février.
- SHILLER R. (2000), « Irrational exuberance », Princeton University Press.
- VIÉNOT M. (1995), « Le Conseil d'administration des sociétés cotées », rapport du comité conjoint CNPF et AFEP présidé par Marc Viénot, juillet 1995.
- VIÉNOT M. (1999), « Rapport du comité sur le gouvernement d'entreprise présidé par M. Marc Viénot », comité conjoint AFEP et MEDEF, juillet 1999.