

LA RUPTURE DU MODÈLE FRANÇAIS DE DÉTENTION ET DE GESTION DES CAPITAUX

FRANÇOIS MORIN*

A l'aube du XXI^{ème} siècle, l'économie française est confrontée à un triple enjeu : réussir son insertion dans une économie mondiale globalisée, réussir le passage à la monnaie unique européenne, gagner enfin le pari de l'emploi et de la croissance. De grands chantiers sont susceptibles de concourir prochainement à nourrir ces objectifs : la loi sur les 35 heures, la réforme de la protection sociale et en particulier celle du financement des retraites. Cet article s'inscrit dans ces perspectives et interroge le modèle français de détention et de gestion du capital. Ce modèle est-il en train de se transformer sous l'effet de l'ouverture internationale de l'économie française ?

111

A cette question, notre analyse apporte une réponse précise : le modèle actionnarial des plus grands groupes français connaît aujourd'hui une rupture brutale. Par rapport à des configurations antérieures où l'Etat d'abord, puis le système des participations croisées ensuite, étaient au centre des rapports capitalistiques, le nouveau rapport actionnarial qui se met en place aujourd'hui obéit à des normes tout à fait différentes du modèle précédent.

Inspirés directement par le modèle américain de la *shareholder value*, les plus grands groupes français sont en train de connaître une révolution managériale dont on commence seulement à percevoir les conséquences, notamment à travers le fonctionnement nouveau de notre marché boursier. Le propos de cet article est de montrer cette révolution en marche et de préciser ses effets sur le comportement stratégique des plus grandes entreprises.

Pour résumer les traits les plus généraux de cette rupture, on peut avancer l'hypothèse que l'économie française est en train de réaliser un

* LEREP Université de Toulouse

Ce texte est la reprise partielle et actualisée du premier chapitre de notre rapport : « Le modèle français de détention et de gestion du capital : analyse, prospective et comparaisons internationales », remis au ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie en juin 1998 et publié aux Editions de Bercy en septembre 1998.

passage extrêmement rapide d'une « économie de coeur financier » vers une « économie de marché financier ». Ses macro-circuits de financements étaient jusqu'à présent organisés, non pas principalement par le jeu du marché, mais par le jeu d'acteurs organisés en grands systèmes d'alliances. Cette économie de coeur financier est actuellement en train de se dissoudre rapidement au profit d'une nouvelle logique, celle d'une économie de marché financier.

En cela, l'économie française rejoint le fonctionnement des économies anglo-saxonnes (Etats-Unis et Grande-Bretagne) et s'écarte des autres modèles de capitalisme qui avaient pu inspirer antérieurement et partiellement son organisation actionnariale (Allemagne et Japon). La pénétration des normes anglo-saxonnes est aujourd'hui impressionnante et totale. Cette infiltration est attestée par la présence, actuellement massive, des investisseurs nord-américains dans le capital des firmes françaises. A cet égard, il faut noter que la France est le seul pays à offrir un degré d'ouverture aussi grand aux investisseurs étrangers. Ni l'Allemagne, ni le Japon ne se trouvent par exemple dans une situation équivalente. Le résultat est par conséquent, ici plus qu'ailleurs, une instabilité actionnariale, tout à fait nouvelle, et qui est source pour nos firmes d'un handicap concurrentiel certain.

112

Le présent article s'attache à réaliser, autour de ce changement, une synthèse de plusieurs réflexions ou travaux qui ont chacun des sources bien distinctes¹. Nous nous attacherons dans ce contexte à préciser la voie qu'emprunte actuellement le capitalisme français. Celle-ci condamne à terme le système des participations croisées, favorise l'entrée de nouveaux investisseurs - les investisseurs institutionnels étrangers - et avec eux, l'entrée de nouvelles normes de gestion des entreprises. Ces trois thèmes seront traités dans les trois parties de l'article.

LE DÉPÉRISSEMENT DES PARTICIPATIONS CROISÉES

Le mode d'organisation des relations interfirmes est historiquement, en France, un modèle de coeur financier au sein duquel le bouclage en capital ainsi que le contrôle de la propriété par les dirigeants sont les caractéristiques dominantes. Ce modèle, dont les traits ont été particulièrement renforcés en 1986 lors du retrait de la puissance publique du champ du contrôle des activités économiques, semble aujourd'hui directement fragilisé.

Dans son principe, le système des participations croisées obéit essentiellement à des mécanismes de contrôle et d'auto-protection des équipes dirigeantes. Il a pour principal défaut d'être un système qui immobilise des fonds propres dans des bouclages, tout en créant un capital fictif, non mobilisable par l'entreprise. Par un calcul matriciel prenant en compte les participations croisées qui structurent l'actionnariat d'une

société et les interventions des acteurs comme la Caisse des dépôts et consignations, qui joue un rôle certain dans la stabilisation de l'actionnariat des sociétés françaises, on parvient à définir un profil-type d'actionnariat d'une société intégrée dans des rapports de coeur financier.

Tableau 1
Profil-type de l'actionnariat d'une société appartenant au coeur financier français (septembre 1997)

Entreprise du coeur financier français	Structure actionnariale
Noyau dur	20,52%
Personnel	2,77%
OPCVM français	7,17%
Compagnies d'assurance (hors noyau ou GAS)	6,32%
Capitaux publics	5,86%
Secteur mutualiste	2,62%

Source : à partir de Sisife- Lerep

Il ressort qu'en moyenne, l'actionnariat bouclé détenu par les noyaux durs ne représentait plus que 20,5 % du capital des sociétés en 1997, alors que la moyenne dépassait plus de 30 % au début des années 90. A ce pourcentage, il est cependant légitime d'ajouter la part du capital détenu par les salariés dans les PEE qui constituent une épargne bloquée dans l'entreprise dont la gestion est, dans la pratique, très largement influencée par les dirigeants. Il n'en reste pas moins vrai que la valeur de base du contrôle des firmes insérées dans le système des participations croisées ne se situe qu'à hauteur de 23,3 % en valeur moyenne.

En outre, ce pourcentage tend à diminuer de façon remarquable au fur et à mesure que l'on s'éloigne du centre du dispositif tenu par les principales institutions françaises. Par exemple, le groupe d'actionnaires stables d'Elf est d'un montant inférieur (17 %), et celui d'Alcatel n'est plus aujourd'hui que d'environ 15 %. Somme toute, un tel type d'organisation ne présente qu'une base relativement réduite eu égard à la présence croissante des investisseurs étrangers dans la plupart des sociétés cotées.

Toutefois, l'examen de données récentes sur la structure actionnariale des plus grands groupes (voir le graphique ci-joint) tempère la vision d'un capitalisme français qui serait désormais ouvert totalement au grand vent libéral. Le rôle des participations circulaires est maintenu même si leur nombre a même pu décroître récemment. Sous leurs deux formes, - autocontrôle (participations circulaires internes à un groupe) et participations croisées (participations circulaires entre deux

groupes) -, ces liaisons financières bien particulières contribuent toujours à mailler la configuration du coeur financier français :

- l'autocontrôle, même s'il n'est plus source de droits de vote en assemblée générale des actionnaires, retrouve sa fonction si les actions correspondantes sont transférées dans des mains amies. Or ces actions « *parkings* » atteignent des parts très significatives dans certaines sociétés-mères : 6,4 % chez Elf ; 5,2 % à la Société Générale ; 5,5 % chez AXA-UAP ; 10 % à Paribas ; elles ne s'expliquent que par leur fonction protectrice des équipes dirigeantes ;

- les participations croisées sont, quant à elles, sources de droits de vote bien réels même si le bouclage des capitaux engendre la fictivité d'une partie du capital des firmes ainsi mises en relation ; leur raison d'être se justifie également par leur fonction protectrice. Les plus connues d'entre elles sont les suivantes : Société Générale / Alcatel ; Alcatel / Générale des Eaux ; Havas / Canal Plus ; Paribas / AXA-UAP ; BNP / AXA-UAP ; Suez-Lyonnaise / Saint-Gobain ; Saint-Gobain / Générale des Eaux.

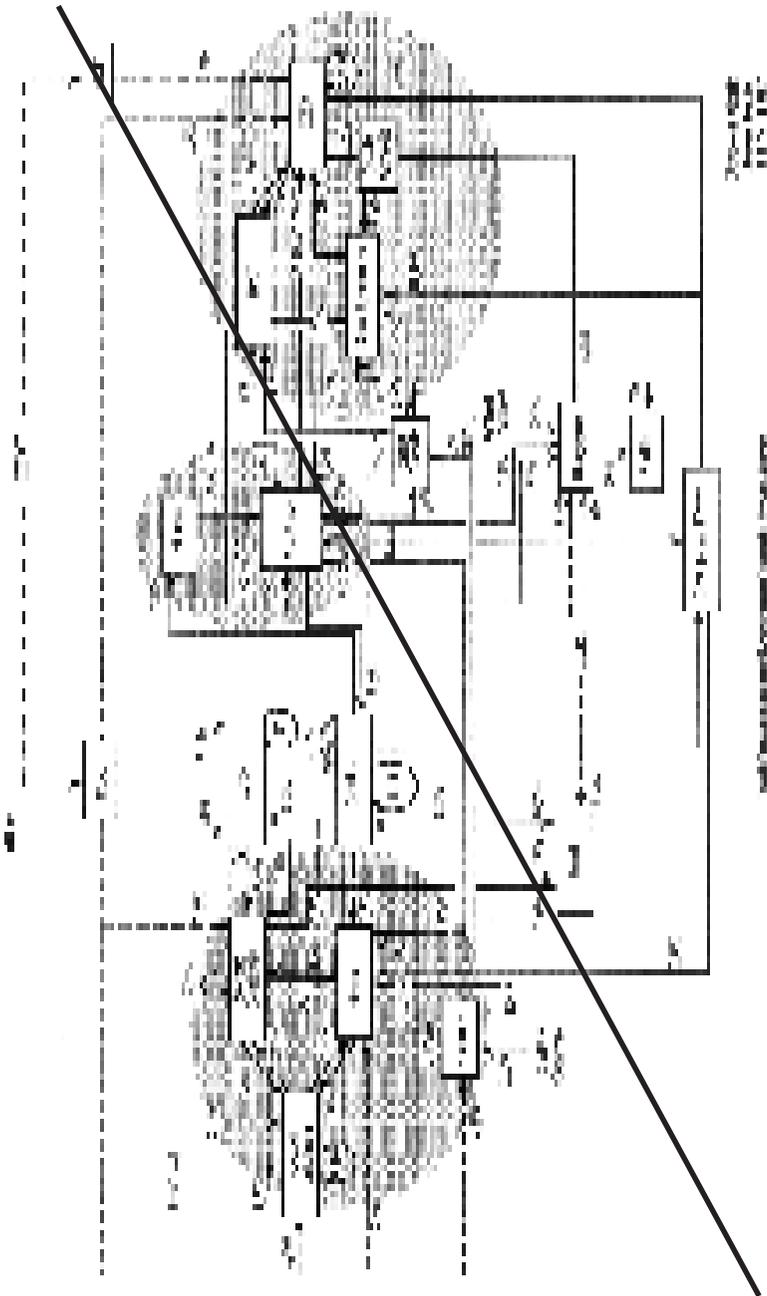
D'une structure de la propriété bouclée et concentrée, le mode d'organisation des liaisons financières évolue cependant vers des structures plus marchandes, proches des modèles anglo-saxons. Certes, l'organisation en coeur financier est encore présente, nous l'avons vu, mais les tendances qui se dessinent indiquent que l'on se dirige vers une sortie de ce modèle avec toutes les implications que cela peut signifier en matière de *gouvernance* d'entreprise.

Aux yeux de plusieurs chefs d'entreprises qui ont été rencontrés, le vice principal de ce système où les entreprises se croient protégées des agressions externes, réside dans la perte de vue de l'objet principal de l'investissement en capital, qui est la maximisation du rendement financier ; sans doute, ajoutent-ils, le faible rendement du capital investi en France (autre caractéristique du modèle français) est-il une conséquence de cette situation.

En conclusion, le système des participations croisées a fait son temps. Sa logique reposait sur un système de protection des entreprises et des équipes dirigeantes qui a pu être considéré comme utile aux yeux de certains pour aider des firmes ou des groupes à opérer leurs restructurations internes.

Faut-il pour autant condamner, sur un plan plus général, les économies de coeur financier comme système particulier de détention ou de gestion du capital ? Nous ne le pensons pas ; dans ces économies, les acteurs bancaires et financiers, et non les marchés, jouent un rôle-clé dans les opérations de restructurations et leur financement. Ils permettent ainsi une régulation de longue période.

Graphique n° 1
Le cœur financier français
(juin 1998)



On a pu dire également que les économies de coeur financier favorisaient la propagation des chocs financiers liés au risque systémique. Là encore, nous ne le croyons pas. Le risque systémique est, par nature, indépendant du modèle de capitalisme : son expression, il est vrai, prend des formes différentes dans chaque modèle. Dans les économies de coeur financier, la propagation des crises est lente, lissée, et remonte les liens financiers. Dans les économies de marchés financiers, cette propagation se manifeste brutalement sous la forme de bulles financières qui, lorsqu'elles éclatent, n'atteignent pas un seul et unique marché (à l'image d'un coupe-circuit), mais au contraire l'ensemble des marchés monétaires et financiers en raison de leur interconnexion aujourd'hui croissante.

LA RUPTURE ET LES NOUVEAUX INVESTISSEURS ÉTRANGERS

On peut dater assez précisément le début de la grande rupture. En effet, avec la fusion AXA-UAP en décembre 1996, le coeur financier français atteint le sommet d'une trajectoire commencée trente ans plutôt. Le nouveau groupe AXA-UAP concentre en effet des actifs financiers de très grande dimension et surtout une capacité de coordination des activités jamais atteinte alors. Il possède, à ce moment-là, tous les moyens pour être l'acteur pivot et central du coeur financier français : ses ramifications dans les deux grands pôles de ce coeur sont en effet nombreuses et puissantes. Le capitalisme français a encore le choix pour évoluer vers un modèle japonais ou, disons, plutôt rhénan.

116

Mais ce n'est pas cette branche de la bifurcation qui est retenue. Rompant avec les habitudes antérieures, l'équipe dirigeante du nouveau groupe met délibérément de côté la capacité de coordination et de régulation des activités économiques. Seuls quelques actifs vont être considérés encore comme réellement stratégiques : le lien avec Paribas par exemple, ou celui avec la BNP. Le reste des participations entre désormais dans le portefeuille d'activités du groupe qu'il s'agit alors de gérer financièrement selon des normes anglo-saxonnes de rentabilité. C'est si net qu'AXA sépare bien, dans sa nouvelle organisation, les orientations de gestion d'actifs et les orientations de type stratégique. Son objectif est dorénavant de devenir l'un des leaders mondiaux de la gestion d'actifs.

L'affaire des AGF illustre parfaitement cette nouvelle posture du plus grand gestionnaire d'actifs français. Alors qu'il était en situation, conjointement avec les participants du noyau dur de la compagnie attaquée, d'organiser une riposte à la hauteur des enjeux, il laisse au groupe Allianz la formidable opportunité de se saisir du contrôle du deuxième groupe d'assurance français. Ne pouvait-il pas réunir, conjointement avec

d'autres, ou même à lui seul, les 60 milliards de francs nécessaires alors que le montant de ses actifs s'élevait, au moment de l'opération, à 3 500 milliards de francs ?

Mais cette opération, pour spectaculaire et symptomatique qu'elle fut, traduit en réalité une tendance plus générale : l'accroissement du rôle des investisseurs étrangers à la bourse de Paris. Cette présence n'a fait que s'amplifier ces dernières années, sous l'effet de plusieurs facteurs : une réglementation plus ouverte, l'avènement du marché unique, l'anticipation de la monnaie européenne, et plus généralement, la globalisation actuelle des marchés monétaires et financiers. Aujourd'hui cette part étrangère, selon la Banque de France, est impressionnante : elle est passée de 10 à 35 % de la capitalisation boursière entre 1985 et 1997.

La Banque de France effectue en effet, par le biais d'analyses statistiques, des tests sur la présence d'investisseurs étrangers dans le capital des sociétés cotées. Le résultat, qui porte sur 60 % des sociétés, permet de montrer que les investisseurs étrangers détiennent près de 35 % de la capitalisation de la place de Paris. Même si des écarts significatifs apparaissent selon les méthodes d'agglomération des participations étrangères (la méthode employée dans le rapport Sallustro donne des montants bien plus faibles), cette valeur est souvent celle qui a été retenue lorsque l'on cherche à apprécier de façon globale la portée du capital étranger investi sur le marché parisien. Cette valeur, qui correspond à des données 1997 atteste donc de l'importance de la pénétration du capital étranger qui se situe à des niveaux moyens nettement plus élevés que dans les pays comparables. La place de Paris est donc, dans l'échantillon des places retenues, celle qui est, *a priori*, la plus ouverte et la plus perméable aux investisseurs étrangers comme l'indique le tableau suivant². Nous reviendrons un peu plus loin sur les conséquences de ce particularisme français.

117

Tableau 2
Taux de détention moyen de la capitalisation
par les investisseurs étrangers (en 1997)

	Etats-Unis	France	Grande-Bretagne	Japon
En %	6 %	35 %	9 %	11 %

Source : Gestionnaires de marchés

Depuis un peu plus d'un an, fait hautement significatif, la tendance dominante est à la montée accélérée dans le capital des firmes françaises des grands fonds de pension d'origine nord-américaine ou de ceux qui les gèrent pour le compte de tiers. Ce mouvement ascensionnel est

évidemment à mettre en rapport étroit avec le délitement progressif du système de participations croisées à la française. Les grands fonds américains rachètent les blocs actionnariaux bouclés, notamment ceux d'AXA-UAP, mais aussi ceux d'Elf, de la Société Générale, etc. La puissance de ce mouvement est telle, que plusieurs sociétés appartenant au CAC 40 sont désormais détenues à plus de 50 % de leur capital par des investisseurs étrangers.

Tableau 3
Exemples de pénétration du capital étranger
dans le capital de sociétés françaises
appartenant au système des participations croisées (fin 1997)

Entreprises françaises du coeur financier	Part de capital détenue par les étrangers	Part détenue par les OPCVM étrangers
Alcatel	40 %	19,81 %
AGF	42 %	8,61 %
AXA UAP	37 %	7,42 %
BNP	35 %	14,56 %
Elf	51 %	12,11 %
Générale des Eaux	42 %	10,13 %
Paribas	38 %	8,94 %
Société Générale	45 %	11,32 %
Suez Lyonnaise	39 %	8,64 %

Source : à partir de Sisife-Lerep

A la lecture de ce tableau, on s'aperçoit que les investisseurs étrangers sont largement dominants. Leurs détentions sont dans tous les cas supérieures à celles du capital bouclé, et cela même si on additionne à la valeur moyenne retenue précédemment les parts des OPCVM français (ce qui ferait croître la valeur de détention française à 30,94 %). Mais un autre élément doit également être pris en considération. La part de capital détenue par la seule catégorie des investisseurs institutionnels étrangers représente en moyenne plus de 50 % de la valeur des parts détenues par le système des participations bouclées. Dans certains cas, comme Alcatel, les OPCVM étrangers possèdent à eux seuls une fraction de capital qui excède celle que contrôle le groupe d'actionnaires stables.

A ce stade de la présentation, il convient cependant de distinguer nettement deux sortes de gestionnaires de fonds.

- Les fonds de retraite se sont d'abord investis aux Etats-Unis et dans le reste du monde selon une logique de *gestion directe* des fonds dont ils assument alors le risque. Il en résulte une gestion prudente, dite «indicielle», qui consiste à répartir de façon équilibrée les placements financiers sur les valeurs composant les indices de marché (ces fonds sont dits DB, *Defined Benefits* bénéfiques définis). Par ailleurs ces organismes

demandent aux firmes de respecter des principes ou des chartes de gouvernement d'entreprise, faute de quoi les placements peuvent leur être retirés.

Cette première forme de gestion draine des volumes importants de ressources. On en trouve la traduction en France avec les placements d'un groupe comme Calpers. Celui-ci est présent pour des montants significatifs dans toutes les sociétés du CAC 40.

• Sous l'impulsion de la déréglementation financière américaine, d'autres acteurs, *des gestionnaires pour le compte de tiers*, se sont imposés à partir du milieu des années 80, et de façon beaucoup plus nette depuis la décennie 90. Ceux-ci gèrent de l'épargne déjà mutualisée (des fonds dits DC, *Defined Contributions* contributions définies), sans en supporter le risque, car celui-ci est assumé directement par les apporteurs. En raison de la concurrence très vive entre collecteurs, la gestion de ces fonds est ici plus agressive et plus ciblée en termes de présence actionnariale. Cette concurrence se manifeste par la recherche de rendements financiers les plus élevés possibles.

Cette donnée structurelle du fonctionnement du marché de la délégation de gestion des fonds DC fournit une clé essentielle de leurs comportements. Elle conduit des fonds, comme Fidelity ou Templeton, à mettre en oeuvre des politiques caractérisées par l'obtention de couples rentabilité-risque plus élevés. Les dégagements de performances financières de la part des sociétés dans lesquelles ils interviennent sont donc une nécessité dictée par les conditions même de leur propre activité.

119

Tableau 4
Fonds mutuels étrangers et coeur financier français
pourcentage de capital détenu (septembre 1997)

Groupes français	Fonds mutuels étrangers	Fonds américains		
		dont Calpers (fonds DB)	Fidelity (fonds DC)	Templeton (fonds DC)
AGF	8 %	0,20 %	0,09 %	0,20 %
Alcatel Alsthom	20 %	0,30 %	10,04 %	1,90 %
Axa Uap	7 %	0,36 %	0,26 %	1,06 %
BNP	15 %	0,24 %	0,15 %	4,90 %
Bouygues	5 %	0,21 %	0,05 %	-
Canal Plus	8 %	0,20 %	1,31 %	-
Elf	12 %	0,26 %	0,43 %	2,10 %
Générale des eaux	10 %	0,41 %	0,07 %	-
Havas	4 %	0,21 %	0,04 %	-
Paribas	9 %	0,21 %	0,18 %	-
Saint-Gobdin	9 %	0,36 %	0,06 %	0,17 %
Société Générale	11 %	0,39 %	0,68 %	-
Suez-Lyonnaise	7 %	0,53 %	0,13 %	0,50 %
Total (groupe)	15 %	0,33 %	5,14 %	1,50 %

Source : à partir de Sisife-Lerep

Le tableau indique, pour deux de ces nouveaux gestionnaires, le type de présence sur le marché parisien. Fidelity a engagé à la fois une gestion indicielle et une gestion ciblée ; la gestion ciblée concerne notamment Total, depuis décembre 1996, et Alcatel depuis mars 1997 ; les placements de Templeton sont pratiquement tous ciblés, en particulier sur Elf depuis février 1997 et la BNP depuis avril 1997.

Ainsi les fonds mutuels étrangers voient-ils leur poids s'accroître considérablement dans le capital des principales firmes françaises. Pour montrer leur influence, ils n'hésitent pas à agréger leurs participations de façon interne et externe. En interne, un gestionnaire comme Fidelity intervient, par exemple, grâce à 24 fonds porteurs dans le capital de Total qu'il peut homogénéiser à tout instant, notamment lors des votes en assemblées d'actionnaires. En externe, lorsqu'à leurs yeux la protection des intérêts minoritaires semble menacée, ces fonds n'hésitent pas à unir leur force, comme on l'a vu encore récemment en France à propos d'Eramet, où l'Etat, pourtant majoritaire, a du céder face à l'action conjointe de plusieurs fonds de pension.

Le résultat de ce double processus est patent : les fonds de pension américains (de type Calpers ou TIAA CREF) ou encore les gestionnaires pour le compte de tiers de ces fonds (de type Fidelity, Templeton, Capital group...) sont, non seulement très présents dans la propriété du capital, mais ils deviennent les principaux actionnaires des firmes françaises. Dès lors, ils sont en position de force pour influencer les modes de gestion et la conduite stratégique des firmes. Ils deviennent des actionnaires « actifs » qui font dorénavant entendre leurs voix.

Les effets de l'entrée des investisseurs internationaux ne se limitent pas aux seuls aspects de l'organisation des macro-circuits de financement. Ils concernent aussi et surtout les impacts qu'une telle mutation peut avoir sur les comportements des firmes. En abordant cette question, nous nous proposons de mettre l'accent sur les nouvelles contraintes posées aux firmes par l'émergence de nouveaux principes de gestion portés par ces investisseurs.

LES NOUVELLES NORMES DE GESTION

Les investisseurs institutionnels, quelque soit leur nature, même si celle-ci influe différemment les comportements stratégiques des firmes, présentent certains traits fondamentaux similaires qui se traduisent par une exigence précise, celle de favoriser la *shareholder value* potentiellement transférable aux actionnaires. La valeur économique dégagée par l'entreprise doit, en priorité, servir les actionnaires. Ceux-ci sont considérés comme les acteurs qui subissent le risque le plus élevé. Dans ce contexte, le respect des principes de *corporate governance*

est apparu, d'abord aux Etats-Unis au début des années 90 puis en Grande-Bretagne, comme une exigence toujours plus forte.

Une fois posés par les fonds de pension publics (exemple, la Charte de *Corporate Governance* de Calpers), ces principes ont été par la suite intégrés par l'ensemble des investisseurs institutionnels. Ils ont été d'autant plus mis en avant qu'ils semblaient absents de certains marchés financiers dont, jusqu'à une période très récente, le marché français.

La rapidité de l'évolution a été telle qu'il est maintenant un fait vérifiable : les plus grandes firmes françaises sont soumises aux normes anglo-saxonnes de gestion et de valorisation des capitaux. Ce « diktat » des normes s'observe, nous l'avons vérifié, pour l'ensemble des entreprises du CAC 40. A cette échelle, il s'agit d'un bouleversement considérable dont on perçoit encore assez peu les conséquences.

Quand on interroge les autorités prudentielles, et notamment la Cob, on trouve la confirmation de cette nouvelle donne ; en même temps, les autorités se veulent rassurantes. Selon leurs responsables, les investisseurs sont dépourvus de vision et d'objectifs industriels ou stratégiques et ne menacent donc pas le capitalisme français. En revanche, ils cherchent à diversifier leurs placements, et leur présence s'explique essentiellement pour des raisons financières. Ce qui les a attiré jusqu'à une période récente, c'est la situation de l'économie française, des prix attractifs et une bourse qui apparaît demandeuse de capitaux.

Les entretiens avec les chefs d'entreprises nous donnent l'occasion d'exposer le nouvel environnement de la firme française, celui de la valeur actionnariale. Nous avons rassemblé et synthétisé les diverses « normes » du modèle à travers ce que nous avons choisi d'appeler les « dix préceptes » de la valeur actionnariale, qui s'imposent aux chefs d'entreprises. La lecture de ce décalogue ne renvoie pas à un simple artifice de présentation. Certains dirigeants d'entreprises sont totalement convaincus de l'efficacité et de l'impérativité absolue de ces normes ; d'autres développent un regard critique, voire ironique, tout en reconnaissant que l'on ne peut pas actuellement y échapper. Par le ton retenu, nous avons cherché simplement à traduire cette double posture des chefs d'entreprises.

Reconnaître le professionnalisme des investisseurs institutionnels

Sur ce point, les chefs d'entreprises français que nous avons interrogés sont unanimes pour dire que les investisseurs institutionnels anglo-saxons sont de « bons interlocuteurs » : ils sont prévisibles, rationnels, et font montre de véritables capacités d'écoute et d'analyse ; ils connaissent bien le métier de l'entreprise et développent de véritables expertises sur la façon dont le marché se constitue ; bref, l'investisseur institutionnel est le meilleur actionnaire qui soit. C'est un vrai professionnel.

Cette vision élogieuse n'est pas partagée par certains chefs d'entreprise plus nuancés et probablement plus proches des rapports réels qui se nouent avec eux. A leurs yeux, ces investisseurs jouent souvent le rôle « d'aiguillon » ; par leur réflexion et parfois leur action, ils sont plus aptes pour combattre la mégalomanie naturelle des dirigeants, à leur éviter des sinistres financiers ou la perte de valeur. Ce rôle est d'autant mieux accepté par les chefs d'entreprise que ces investisseurs n'ont pas de stratégie de puissance avérée.

En effet, ces investisseurs ne cherchent pas à s'immiscer dans la gouvernance directe des entreprises, tout comme ils n'adhèrent pas en général aux opérations d'acquisition, car celles-ci sont dilutives et font donc baisser le bénéfice par action. Mais si ces investisseurs ne recherchent pas la responsabilité de gestion, ils disposent cependant d'un pouvoir réel qu'ils exercent parfois ; celui de vendre les titres qu'ils détiennent.

Nombre de chefs d'entreprise, frappés par la « culture commune » de ces investisseurs, parlent du « mimétisme », parfois comique, de leur comportement...

Répondre aux demandes des analystes et de la Recherche

122

Le premier contact de l'entreprise avec l'investisseur institutionnel se réalise par l'intermédiaire de « l'analyste ». Celui-ci est en général indépendant (*sell-side*) ; il vend alors ses conseils à l'investisseur. Ou bien, et c'est une tendance qui commence à se répandre, il est directement employé par l'investisseur (*buy-side*).

Il y a aujourd'hui dans le monde 200 analystes environ. Leur pouvoir est énorme ; ils interrogent les entreprises souvent par le biais de questionnaires, ou plus directement avec l'investisseur, au cours des *road show* ; ils « font les cours de bourse » à partir de grilles géographiques et sectorielles de sorte que la culture d'analyste tend, à travers ces méthodes, à devenir ainsi universelle. Chez les plus grands gestionnaires d'actifs, tel Fidelity, un analyste est affecté par grand secteur d'activité. C'est lui qui diffuse l'information sur les firmes du même secteur aux différents fonds gérés par le groupe.

Les investisseurs ont ainsi le monopole de l'analyse mais aussi des agences de *rating*. Pour ces raisons, les entreprises ne peuvent les ignorer, mais au contraire les écouter et répondre à leurs demande d'information.

Concentrée aux Etats-Unis, la recherche menée par les analystes, est externalisée et, pour l'essentiel, indépendante. Or la capacité de recherche devient un facteur crucial pour la compétitivité des économies. Elle concerne la connaissance mondiale des firmes et des secteurs, la gestion des actifs et le marché des fusions-acquisitions. Sur ce plan, tous les chefs d'entreprises que nous avons rencontrés affirment que les Américains

disposent d'un avantage concurrentiel énorme. Il n'y a pas, en effet, de recherche en France ou même en Europe ; c'est un vrai problème, à terme, pour la place de Paris. Plus généralement, il faudrait songer à une recherche européenne.

Comprendre l'évaluation multicritère de l'investisseur

La plupart des chefs d'entreprise admettent qu'il leur est souvent difficile de connaître avec exactitude les éléments qui déclenchent une décision de l'investisseur institutionnel.

- Certes, il y a les critères sectoriels et géographiques. Ainsi, pour l'Indice Morgan Stanley (MSCI), la France est évaluée à 5 ou 6 % de l'allocation d'actifs (cet indice place l'Australie à 1 %). Avec l'euro, cette grille géographique va disparaître ; cela aura pour effet d'accroître la concurrence entre les firmes pour bénéficier des apports des investisseurs.

D'une façon plus générale, la gestion indicielle vise avant tout la politique économique d'un pays (et demain de l'Europe), alors que les gestions « tiltée » ciblent, de leur côté, les entreprises d'un même secteur. Si, par exemple, l'économie française obtient de mauvais résultats macro-économiques, cette médiocre performance entraîne *ipso facto* une sous-pondération de la France dans la grille géographique et par conséquent la baisse des titres concernés.

Dans cette optique, l'arrivée de l'euro et des indices européens va provoquer une nouvelle donne, avec notamment l'abandon de la congruence des placements ; le marché devient d'emblée européen ; dans ce nouveau contexte, il est très probable que les indices sectoriels vont prendre une place accrue.

- Au-delà de ces points de repères, il est apparemment difficile pour les entreprises de percevoir avec netteté les critères réellement à l'oeuvre dans la décision de l'investissement. Les éléments suivants sont souvent évoqués :

- la clarté du contexte décisionnel et de la procédure de décision elle-même,
- la recherche de « valeurs cachées », (certains disent de « pépites »),
- la confiance dans le management, qui s'évalue à l'aune de sa crédibilité.

Une nouvelle tendance est perçue par quelques chefs d'entreprises pour qui les fonds rechercheraient comme critère d'investissement l'affirmation par la firme d'un projet stratégique de moyen et long terme crédible³. Cette nouvelle approche des fonds de pension n'implique pas de leur part une durée plus longue de leurs placements financiers car derrière ce nouveau critère, il y a en réalité l'idée que le cours de bourse anticipe et voit loin devant.

*Rechercher la présence de l'investisseur, même si celle-ci,
en général, est de courte durée*

La course à l'investisseur est générale et se manifeste à l'échelle planétaire. Encore faut-il, qu'une fois présent dans le capital de la firme, l'investisseur institutionnel ne parte pas au bout de quelques mois ! Bien qu'il soit difficile d'arrêter des bornes précises en la matière, il semble cependant que l'on puisse dire que, dans leur très grande majorité, les fonds de pension restent, en moyenne, dans le capital des firmes françaises entre 2 et 4 ans. Cela peut être un peu plus court, on évoque parfois 18 mois pour les placements de Fidelity, ou même un peu plus long ; le chiffre de 5 ans a été également cité. Ce ne sont donc ni des investissements de long terme, ni des investissements de très court terme (il est donc difficile de parler pour ces investisseurs de court-termisme).

Une autre règle veut que plus le fonds de pension est important, plus la décision d'investir est lourde en durée et en volume ; ce type d'investisseur ne fait donc pas des « allers et retours » rapides et spéculatifs. La stratégie de placement est classique : il s'agit de faire « tourner le portefeuille » tous les deux ou trois ans et d'externaliser régulièrement la plus-value des placements. En règle générale, lorsque les investisseurs anglo-saxons vendent, ils vendent tout. Quand cela se produit, les chefs d'entreprise se rassurent en observant que la perte d'un investisseur est remplacée rapidement par un autre.

124

Aux yeux de beaucoup de chefs d'entreprise, le débat sur le « courtermisme » et le « longtermisme » leur apparaît, dans ces conditions, comme beaucoup trop caricatural. Il est vrai que d'un côté les placements sont plutôt de courte durée, mais d'un autre côté, la décision d'investir se fonde, de plus en plus, sur des visions à long terme de la stratégie de la firme. Cette vision pondérée élimine également un autre débat, celui sur la conception de la firme qui oppose traditionnellement l'approche *stackholder* et l'approche *shareholder*. Si on considère en effet que l'intérêt des actionnaires doit être défini à long terme, alors celui-ci incorpore nécessairement des paramètres touchant aussi bien l'environnement de la firme que les rapports salariaux...

Pour autant, les chefs d'entreprise n'ignorent pas l'existence de certains investisseurs de très court terme, que l'on dénomme aussi bien *raider*, arbitragiste, et qui ont coutume de faire des aller-retours très brefs dans les entreprises (quelques mois). Plusieurs noms ont défrayé la chronique récemment. Des investisseurs « purs » comme les groupes américains Wyser Pratte (dans Strafor Facom) et Asher Edelman (dans la société du Louvre) ont été cités à plusieurs reprises comme des *Hedge Funds* nuisibles pour les entreprises dans lesquelles ils ont pris des participations.

Savoir communiquer de façon permanente

Toutes les entreprises que nous avons rencontrées participent à des *Road show* qui se tiennent en moyenne deux fois par an (notamment à Londres, Boston, New York, Sydney...). Pour la présentation des résultats semestriels et annuels, les chefs d'entreprises participent personnellement à ces séances, même s'ils savent que c'est un peu la messe, mais où ils retrouvent investisseurs et analystes. Entre ces tournées, des équipes sont mises en place pour être à l'écoute permanente des investisseurs institutionnels.

Il en va différemment du *one to one*. Dans ce cas, il s'agit de véritables réunions de travail où les gestionnaires des fonds visitent les entreprises et rencontrent les dirigeants. Fidelity annonce avoir réalisé 24 500 visites aux USA et 6 500 en Europe (en 1996). Ce type de réunion montre que les gestionnaires de fonds ont une attention relativement soutenue vis-à-vis des directions et qu'ils effectuent des formes d'évaluation qui vont bien au-delà de critères classiques et de la recherche d'informations publiques. Il semble bien que les investisseurs ont, au moins à ce titre, une volonté de présence et de connaissance de l'entreprise qui va nettement au-delà de ce que peut exiger la mise en place d'une politique purement indicielle de gestion des actifs.

125

Dans ces différents contacts et rencontres, il y a eu manifestement d'abord une période d'apprentissage, où il a fallu éliminer progressivement les zones de non compréhension de part et d'autre. D'un côté, les chefs d'entreprise ont dû apprendre à se mouler dans les exigences de la *shareholder value*, notamment au moment de la duplication du modèle anglo-saxon ; d'un autre côté, il a fallu expliquer le modèle social français (notamment en matière de droit social) aux investisseurs pour faciliter son acceptation. Le même travail d'explication a dû être conduit pour faire comprendre la logique des noyaux durs.

En ce sens, certains ont pu parler de « pédagogie partagée ». Les sociétés françaises sont maintenant habituées à voir des gens très pointus, très professionnels, très techniques. Mais la crédibilité, la légitimité d'une entreprise n'est acquise aux yeux des investisseurs que si ses dirigeants savent dire oui et non. Par exemple, il est essentiel qu'elles sachent leur opposer des tris entre :

- des demandes raisonnables préservant la valeur à moyen et long terme,
- et des demandes conduisant à des destructions de valeur à court terme ; (il n'y a pas forcément de sureffectifs quand une entreprise conduit des travaux de recherche et développement).

Se doter d'une transparence financière absolue

Aujourd'hui, aucune entreprise ne doute plus que la contrainte d'une présentation plus claire des comptes est bénéfique ; là aussi, il y a eu un mécanisme d'apprentissage où tout le monde a fait, ensemble, des progrès. Les entreprises savent qu'on les regarde jusqu'au détail, car le résultat comptable est en partie manipulable. Elles sont donc interrogées parfois avec un luxe de précisions. Cela n'a pas forcément que des avantages. Certains chefs d'entreprises, comme certains syndicalistes qui les rejoignent sur ce plan, nous ont expliqué que la frontière apparaissait parfois bien mince entre un délit d'initié (tel que celui-ci est défini par la Cob) et la transparence demandée aux entreprises.

Quand les résultats sont négatifs et inattendus, les investisseurs peuvent se montrer très agressifs. C'est à coup de « il faut prendre des mesures » qu'ils se manifestent, ce qui entraîne évidemment une pression assez forte qui accélère la prise de décision au sein de l'entreprise.

La demande centrale, celle que l'on retrouve chez tous les investisseurs internationaux, porte sur la présentation de comptes qui permettent d'analyser les performances économiques et financières de la firme. Cet examen doit être possible pour les différentes branches qui composent son activité. La base minimale consiste à faire émerger le résultat opérationnel par activité de sorte à pouvoir établir des comparaisons sur une base uniforme.

126

Expliquer sa stratégie

Les dirigeants doivent être en mesure de donner une bonne lisibilité de leur stratégie. Les investisseurs attendent que les grandes décisions soient prises au crible de la valeur ; c'est bien entendu une discipline très forte dénommée « pilotage managérial par la valeur ». Ce volet essentiel doit être compris, sinon les investisseurs vendent.

Le point focal réside dans la capacité d'exposition et d'explication de la stratégie. Les investisseurs institutionnels insistent sur la nécessité de rendre les choses lisibles : un seul métier, par exemple. Si l'entreprise développe plusieurs métiers, la valeur de la capitalisation doit être alors impérativement égale à la valeur des parties correspondant à chacun des métiers. Car en règle générale, les investisseurs n'aiment pas les conglomérats. La raison ? il faudrait, pour que cela marche, des projets et une capacité de management pour chacun d'eux. Sur ce point précis, plusieurs chefs d'entreprise reconnaissent que les investisseurs n'ont pas forcément tort : il faut rester modeste. C'est probablement pour cette raison aussi que les investisseurs préfèrent ce qu'ils appellent le management « focalisé ».

Dans ce contexte, on comprend que les approches conglomérales soient très difficiles à défendre. Aussi, la seule façon de les justifier, c'est de prouver l'efficacité économique de chaque compartiment d'activité.

Ces investisseurs jouent donc un rôle considérable, à la fois par leurs questions, mais aussi et surtout par leur propre vision de la stratégie ; jusqu'où cela peut-il aller ? En France, des chefs d'entreprise confient qu'on est encore libre des réponses et des choix, alors qu'en Grande-Bretagne, ce n'est plus le cas. Il a été évoqué à plusieurs reprises le cas de la Barclays qui s'est vue imposer un mécanisme de scission qui, au bout du compte, s'est révélé désastreux pour la banque britannique (la scission d'Imperial Chemical Industries (ICI) est également citée ainsi que Rhône Poulenc Rorer).

Dans la même optique, les participations croisées sont apparues de prime abord comme des protections injustifiables aux yeux des investisseurs anglo-saxons. Mais on avance surtout un second argument : pourquoi immobiliser des liquidités importantes dans des activités qui ne sont pas les siennes ? Les Anglo-saxons perçoivent ainsi très mal un actionnariat de noyau dur ; à leurs yeux, c'est une situation malsaine car on demeure prisonnier de relations d'affaires qui ne sont pas vraiment fondées. L'acceptabilité de ce système est donc très limitée ; elle ne l'est que dans la mesure où les firmes prennent des engagements de débouchements suffisamment précis.

127

Se conformer au modèle stratégique dominant

Tous ces éléments convergent fortement vers une représentation assez précise du modèle stratégique idéal. Les investisseurs veulent clairement des objets les plus simples et les plus décomposés possibles ; dès lors l'entreprise peut moins arbitrer entre les différents segments du marché. Ils ne veulent surtout pas que les entreprises fassent leur propre métier d'investisseur institutionnel.

Avec des engagements croissants aux Etats-Unis, ces investisseurs sont maintenant contraints de jouer un rôle actif vis-à-vis des entreprises. Il leur est impossible de demeurer dans une posture inerte. Par conséquent, ils sont amenés de plus en plus à préciser leur conception de la stratégie de l'entreprise. Celle-ci peut se résumer à trois dimensions essentielles :

- le mouvement de concentration par métier et le maintien du *core business* (recentrage des actifs avec réduction des coûts) ;
- l'éclatement des conglomérats ainsi que l'externalisation des activités non directement stratégiques ;
- les rachats d'actions, lorsque des liquidités ne sont pas affectées à des projets suffisamment rentables (ceci est fonction du calcul économique des investissements).

Plusieurs dirigeants avouent qu'il est impossible d'échapper aux exigences des investisseurs anglo-saxons.

Mais leurs demandes sont parfois contradictoires. Exemple : comment se concentrer sur une activité sans procéder à des acquisitions, souvent seule voie possible ? Or les investisseurs anglo-saxons sont hostiles aux opérations d'acquisitions, car celles-ci sont toujours dilutives. De surcroît, l'effet d'une acquisition sur les structures dure trois ou quatre ans ; or cette période correspond bien souvent à la limite supérieure de l'investissement financier.

Se plier à l'exigence absolue de rentabilité

L'essentiel du débat avec les investisseurs anglo-saxons se concentre sur le taux de rendement financier que les actionnaires sont en droit d'attendre de la firme. Le Return On Equity (ROE) est généralement calculé en prenant en compte deux paramètres : le taux de rendement des fonds d'Etat d'une part, et une prime de risque liée au secteur d'activité. L'un des nouveaux indicateurs de mesure de la performance financière des firmes avancés aujourd'hui par les investisseurs internationaux est celui dit de l'EVA/MVA. Avec cette technique, l'investisseur, par la détermination de l'EVA cherche à évaluer *a priori* le montant des *cash flow* libres dont dispose l'entreprise. Il le fait en fixant l'écart entre le résultat courant après impôt et le flux de liquidité nécessaire pour la rémunération des capitaux investis.

128

Rappelons en effet que le principe de base des politiques de placement des investisseurs est d'accroître la valeur (économique et financière) transférée indirectement à leurs mandants. Comme tous les fonds ainsi placés ne sont pas des fonds propres mais des fonds contractuels, le gestionnaire doit atteindre une performance conforme au rendement que sont théoriquement en droit d'exiger les mandants.

Au risque d'être schématique, on peut avancer l'idée que la présence des fonds de pension dans le capital d'une entreprise est essentiellement motivée, *in fine*, par l'objectif de faire fructifier les fonds placés. L'investissement va obéir à une projection de rentabilité qui, dans la plupart des cas, s'avère être en moyenne de 15 % par an.

Adhérer au discours sur la valeur actionnariale

On entre aujourd'hui, nous ont dit beaucoup de chefs d'entreprise, dans une révolution intellectuelle à propos du management des entreprises. L'impératif de rentabilité a évidemment des conséquences sur l'organisation interne. Il faut avant tout crédibiliser les objectifs de rentabilité financière et bâtir un discours sur la performance financière ; dans ce contexte, le *return* reste l'attracteur essentiel de l'investisseur ;

mais le discours sur la croissance ne doit pas pour autant être oublié. Il demeure également essentiel, car dans bien des secteurs il ne restera que quelques opérateurs.

Les fonds de pension ne changent pas les directions en place ; le discours de la valeur actionnariale n'a qu'un seul but : aider les chefs d'entreprise à faire de la valeur. C'est cet impératif qui explique la logique du discours sur le *corporate governance* et son accompagnement institutionnel, notamment en termes de composition des conseils d'administration, d'administrateurs indépendants, de comité de rémunération et de comité d'audit.

L'implication des dirigeants est essentielle aux yeux des investisseurs. Il s'agit, à travers des outils de rémunération liés à la performance réalisée par les firmes, d'inciter les managers à rechercher avant toute autre considération la valorisation financière de la société. Le mécanisme de rémunération par *stock option* - système qui, dans cette logique, permet de concilier les intérêts des équipes dirigeantes et ceux des actionnaires - apparaît ainsi comme un des vecteurs que ces investisseurs souhaitent voir mis en application. Les dirigeants d'entreprise sont ainsi priés d'exposer périodiquement leur système de rémunération devant les investisseurs.

Finalement le sentiment général des chefs d'entreprise est assez mitigé par rapport à cette pénétration de fonds de pension. Plusieurs pensent qu'il ne faut pas diaboliser ce mouvement qui constitue l'un des instruments de la modernisation du système capitaliste français, lequel doit prendre conscience du rôle de l'actionnaire, de ses exigences et apprendre à vivre sous sa pression constante en vue de la création de la valeur. D'autres chefs d'entreprise français ne manquent pas d'exprimer leur désarroi par rapport à ce mondialisme de la pensée *shareholder value*. D'autres enfin sont davantage critiques et dénoncent cette véritable logomachie qu'il faut cependant bien apprendre. Mais tous reconnaissent qu'il est devenu impossible aujourd'hui de ne pas appliquer les préceptes qui en découlent.

Pour notre part, nous pensons qu'il ne faut pas englober dans un même moule institutionnel tous les investisseurs anglo-saxons. Rappelons en effet que dans les fonds de type DB, qu'ils soient publics ou privés, l'abondement au fonds est essentiellement le fait de l'employeur et que le risque financier est donc entièrement assumé par le *trustee* (couvert par l'entreprise). Ce risque doit donc couvrir une obligation de résultat. Il en découle des mécanismes de financement qui donnent le

primat, sur le long terme, à des politiques de placement prudentielles. Le placement de ce type de fonds est donc par nature assez marqué par sa composante obligataire. Il l'est aussi par une politique de placement en actions visant à minimiser, au travers des techniques de gestion de portefeuille, le risque spécifique à chaque titre ou à chaque marché sur lequel le fonds intervient.

L'observation des politiques de placement de ces fonds et des gestionnaires pour tiers qui y sont associés montre une politique en tout point conforme aux principes de diversification. Elle permet aussi de mettre en exergue le fait que si ces acteurs, auteurs des chartes de *corporate governance*, jouent un rôle éminent dans l'évolution des techniques de gouvernement d'entreprise, il est tout aussi vrai qu'ils ne se manifestent pas par des politiques agressives de prise de participation.

Les gestionnaires de fonds de type DC ne sont pas dans la même situation. Dans ce type de fonds, le risque est renvoyé aux salariés et le trust n'assure qu'une fonction de sélection des gestionnaires pour tiers. Ce sont ces derniers qui proposent leurs services aux salariés pour leur placements sur des plans individualisés. Comme ces régimes sont en outre à cotisations définies, il n'existe aucune obligation de résultat, mais plus simplement une obligation de moyen pour le trust : sélectionner les meilleurs gestionnaires. La sélection se produira en fonction des performances réalisées par les différents gestionnaires pour tiers. Comme cette industrie est très émiettée, la concurrence entre institutions financières est donc particulièrement féroce. Elle se traduit par la recherche de rendements financiers les plus élevés possibles.

Cette donnée structurelle pousse les fonds mutuels à mettre en oeuvre des politiques caractérisées par l'obtention de couples rentabilité-risque plus élevés ; de ce fait, leur politique de placement est plus agressive. Elle consiste en une démarche plus ciblée, cherchant à « surperformer » l'indice.

Avec ce double mécanisme de report des risques, du côté du passif sur les salariés-retraités, et du côté de l'actif sur les entreprises, les gestionnaires de fonds de pension (de type DC) représentent un nouveau type de capitalisme que l'on peut appeler « institutionnel ». Ces nouveaux « intermédiaires » financiers, en raison de leurs poids et des rapports de force qu'ils ont su imposer, deviennent les véritables maîtres de la valorisation financière des capitaux et de leur affectation.

Par l'introduction de nouvelles normes dans le fonctionnement des entreprises, ils apparaissent de plus en plus comme les vecteurs d'un nouveau modèle de capitalisme : un « capitalisme institutionnel » à la recherche de *shareholder value* transférable sans véritable prise de risque de leur part.

BIBLIOGRAPHIE

- BISSARA P. (1997), « L'identification des actionnaires des sociétés cotées », (Sous la présidence de), rapport à l'ANSA (Association Nationale des Sociétés Par Actions).
- BLAINE M. (1995), « Comparative contractual governance », in Gavin Boyd (ed.), *Competitive and Cooperative Macromanagement. The challenges of structural Interdependence*.
- CAMUS P. (1998), « Assurer l'avenir de la place financière de Paris dans la perspective de la monnaie unique : les attentes des émetteurs », (Sous la présidence de), rapport du groupe de travail à Europlace.
- COB (1998), « Les critères d'investissements des grands gestionnaires de fonds internationaux dans les entreprises françaises », 15 mars.
- DAVIS E.P. (1991), « International Diversification of Institutional Investors », Bank of England, *Discussion Papers Technical Series*, n° 44.
- DOBBINS R., WITT S., FIELDING J. (1994), *Portfolio Theory and Investment Management*, second edition, Blackwell.
- EL MEKKAOUI N. (1996), « Le cadre réglementaire et le comportement financier des fonds de pension dans les pays de l'OCDE », *Cahiers du Cerdo*, n° 6, Université de Paris-IX Dauphine, Paris.
- ELG U. & JOHANSSON U. (1993), « The Institutions of Industrial Governance », *International Studies of Management & Organization*, vol. 23, n°1, Spring, p.p. 29-46.
- ESAMBERT B. (1998), « Le rachat par les sociétés de leurs propres actions », (Sous la présidence de), rapport du groupe de travail à la COB.
- FARNETTI R., WARDE I. (1997), *Le modèle anglo-saxon en question*, Economica.
- FRENCH K., POTERBA J. (1991), « Investor Diversification and International Equity Markets », *American Economic Review*, n° 81, pp. 222-226..
- GOLDSTEIN M., FOLKERTS-LANDAU D., GARBER P., ROJAS-SUAREZ L., SPENCER M. (1993), « International Capital Markets », Part. 1, in « Exchange Rate Management and International Capital Flows », IMF, *World Economic and Financial Survey*, Washington, avril.
- MÉTAIS J. (1993), « Un système financier international plus efficace ? », in *L'Épargne*, sous la direction de P. Artus, C. Bismut et D. Plihon, Paris, Economica.
- MORIN F. (1995), « Le coeur financier français : morphogenèse et mutation », *Marchés et techniques financières*, vol 72, Juillet- Août.
- MORIN F. (1996), « Privatisation et dévolution des pouvoirs. Le modèle français du gouvernement d'entreprise », *Revue Economique*, n° 6, vol. 47, novembre, pp. 1253-1268.
- PÉBEREAU M. (1995), « Le capitalisme français du XXI^{ème} siècle », (Sous la présidence de), rapport à l'Institut de l'Entreprise, avril.
- PUNAM C. (1994), « Are Institutional Investors an Important Source of Portfolio Investment in Emerging Markets ? », Banque mondiale, *Working Paper*, n° 1243, janvier.
- RIVAUD-DANSET D. (1995), « Les fonds de pensions anglo-saxons et les marchés financiers », *Rapport Moral sur l'argent dans le monde*, AEF et Ed. Montchrétien.

NOTES

1. La première source provient d'entretiens avec une quarantaine de personnalités d'horizons très divers : des chefs d'entreprises françaises, des syndicalistes et les représentants de plusieurs autorités de régulation. Ces entretiens ont été réalisés entre le 1er février et le 15 mars 1998. Le choix des chefs d'entreprise électionnés a obéi à deux critères essentiels : appartenance à une entreprise de la cote parisienne, être une société du coeur financier français, (c'est-à-dire impliquée dans des réseaux de participations croisées). La seconde source d'informations est relative à des bases de données nationales et internationales. Les bases mobilisées ont été les suivantes : DAFSA, Mac Carthy, Dealer's Book, Spectrum, *Lerep-Sisife* ; *celles-ci nous ont permis de recueillir des informations actionnariales sur les plus grands groupes français et étrangers ; surtout, elles nous ont aidé à mieux saisir l'importance d'une politique de présence des investisseurs institutionnels dans le capital des plus grandes firmes.*

2. Un exemple parmi d'autres de cette progression très rapide des investisseurs étrangers est donné par l'évolution du capital de la Société Générale ; *la part des investisseurs étrangers est passée de 34,6 % du capital fin 1996 à 46 % fin 1997.*

3. Avec beaucoup d'humour, un chef d'entreprise a expliqué à propos de cet argument que bien souvent dans les *road show*, des investisseurs comme Templeton ou Fidelity pourraient, en raison de leurs questions, être remplacés par la CGT ou la CFDT...