

Actionnaires et résultats de l'entreprise

UNE TRÈS FORTE DIVERSITÉ

par *Xavier Hollandts* *

Autant d'actionnaires, autant d'attentes et de comportements à l'égard des résultats de l'entreprise.

Les faits sont incontestables : il existe aujourd'hui 200 millions d'actionnaires dans le monde. En conséquence, la propriété des grandes entreprises se dilue de plus en plus dans le public et crée un jeu d'influences plus complexe qu'on ne le croit. Nous sommes entrés dans une nouvelle phase du capitalisme : celle de l'actionnariat de masse (1).

L'actionnaire n'existe pas

En effet, quoi qu'il puisse émerger de la période de transition que nous connaissons, un élément fondamental est désormais acquis : l'actionnaire n'existe pas. Il existe des actionnaires nombreux et donc une grande diversité de comportements. Certains sont largement connus de tous : petits porteurs, actionnaires salariés, État, banques ou, plus largement, investisseurs institutionnels. D'autres, en général plus discrets, continuent à alimenter des mythes : les fonds de pension et fonds de placement. Les actionnaires sont nombreux et divers, et pourtant, pour la plupart des observateurs, l'actionnariat continue d'être considéré, à tort, comme une globalité. Cette perception ne tient pas compte de l'extrême diversité des intérêts entre les différents types d'actionnaires...

Les actionnaires individuels, ou petits porteurs, sont sept millions en France (2). Un ménage sur deux place une partie de son épargne en actions, ce qui représente au total près de 10 % des actions françaises en 2003, selon les chiffres de la Banque de France. S'il existe des comportements de « boursicoteurs » ou de « militants », la plupart des actionnaires individuels sont néanmoins peu actifs ; ils n'ont de réaction qu'à l'annonce de véritables catastrophes financières. C'est souvent à cette occasion que les associations de défense des petits porteurs voient le jour, comme cela a été le cas pour Eurotunnel. Massivement, en effet, le petit porteur est un « père de famille », plutôt enclin à jouer en Bourse et plaçant une part de son épargne en valeurs mobilières, sans toujours connaître les mécanismes de la finance. Le poids de ces petits porteurs reste faible.

Les actionnaires salariés sont devenus des acteurs, discrets mais incontournables, du gouvernement d'entreprise. Ils sont aujourd'hui 2,3 millions en France, contre moins de 700 000 en 2000

* *Chercheur, IFGE (EM Lyon)*

(1) **P.-Y. Gomez**, *La République des actionnaires*, Syros, 2001.

(2) Selon l'étude Euronext-Banque de France, réalisée en 2002.

INVESTIR POUR LE LONG TERME

Propriété exclusive du plus grand fonds de retraite britannique, *Hermes Investment Management* est un gestionnaire de fonds, investis en actions et en obligations. Il gère environ 68 milliards d'euros.

Pour Hermes, « l'objectif essentiel des sociétés dans lesquelles ces fonds sont investis devrait être d'optimiser sur le long terme les profits de leurs actionnaires, tout en assurant la pérennité des entreprises ». C'est autour de cette priorité qu'ont été définis, depuis 1990, les « principes de gouvernement d'entreprise » qui guident les relations entre Hermes et les entreprises dans lesquelles il est investi. Ces principes ont bien entendu été revus et adaptés au fil des ans, afin de cerner de plus près la réalité de la vie économique et financière, et de résoudre les problèmes apparus suite aux conséquences des différents scandales qui ont détérioré la confiance des investisseurs dans les entreprises. Ils sont convergents avec les Principes édictés pour le même objet par l'OCDE. Ces principes s'appliquent à toutes les sociétés cotées en bourse dans lesquelles Hermes investit au Royaume-Uni et dans le reste du monde, avec quelques adaptations au droit local.

Le département *Corporate Focus*, en charge du gouvernement d'entreprise, a été établi en janvier 1997. Cette équipe est constituée de onze spécialistes. Elle s'attache à rendre effective la responsabilité d'actionnaire, notamment par une participation et une libre expression d'Hermes lors des assemblées générales d'actionnaires, par un dialogue soutenu avec les sociétés concernées, notamment en cas de conflit, par des programmes d'action spécifiques. La transparence de l'information sur la vie des sociétés, leurs comptes, leurs « politiques sur des sujets qui engagent les actionnaires – par exemple le respect de l'environnement ou les relations sociales » – tient également une place importante.

La première campagne qu'Hermes a conduite en Grande-Bretagne, en 1994-1995, avait pour objectif, dans une optique de sanction, positive ou négative, des compétences, de réduire de trois à deux ans les contrats des dirigeants d'entreprise. Actuellement, il est recommandé que la durée de ces contrats, bien sûr renouvelables, soit réduite à un an.

Hermes encourage le dialogue régulier avec les dirigeants d'entreprise afin de les encourager à revoir leurs politiques, notamment en matière de rémunération et d'indépendance des conseils ; sur ce point, sa ligne de conduite privilégie à la fois la compétence et l'indépendance dans le recrutement des administrateurs : il est demandé aux sociétés de faire place dans leurs conseils d'administration au moins à trois personnes strictement indépendantes de la société en cause et de sa direction. Il est recommandé que celles-ci soient majoritaires dans le conseil.

L'expérience de la conduite des campagnes d'actionnariat actif a conduit Hermes à mettre en place des fonds spécialisés ou *Focus Funds*. Ces fonds prennent des participations dans un nombre limité d'entreprises qui sont sous-performantes, mais pour lesquelles Hermes pense que l'intervention d'un actionnaire peut contribuer à leur redonner valeur.

Membre actif, depuis de nombreuses années, d'un certain nombre de collectifs et organisations de gouvernement d'entreprise internationales, Hermes est plus récemment devenu membre de l'AFGE, l'Association Française de Gouvernement d'Entreprise. En Europe, Hermes travaille en étroite collaboration avec un certain nombre de fonds de pension aux Pays-Bas et en Scandinavie.

Josiane Fanguinovény

*Responsable de gestion de société
Hermes Investment Management Ltd*



(Guide FAS 2004). La plupart des entreprises du CAC 40 ont désormais 3 à 4 % de leur capital détenu par les salariés, ce qui est loin d'être négligeable compte-tenu de la dilution du capital sur les marchés. En devenant actionnaires, les salariés concrétisent une démarche de confiance envers leur entreprise. Pour cette raison, ils restent fidèles et plutôt optimistes, malgré les turbulences qui peuvent survenir. C'est en partie eux qui jouent le rôle de stabilisation du capital qui était auparavant dévolu aux noyaux durs, en n'hésitant pas à défendre leur entreprise contre des raids financiers, comme on l'a vu dans le cas de la Société Générale attaquée par la BNP. En tant qu'actionnaire « interne », l'actionnaire salarié peut être engagé dans un échange avec les dirigeants, y compris par le biais d'une représentation au Conseil d'administration. Cette situation génère un dialogue social nouveau, qui ne sépare pas, de manière aussi tranchée que naguère, intérêt du capital et intérêt du travail : pour la plus grande partie d'entre elles, les règles de ce dialogue restent encore à écrire. Ce qui se joue, en effet, est un nouveau rapport entre le capital et le travail.

Fonds de pension contre fonds de placement

Beaucoup plus médiatiques que les actionnaires salariés, les fonds de pension cristallisent souvent les craintes et les appréhensions du public. Certains n'ont pas manqué d'y voir le nouveau bras armé du capitalisme. La réalité est plus nuancée et, sans doute, plus paradoxale. Les fonds de pension (*pension funds*) ne sont ni plus ni moins que des... caisses de retraites, et des acteurs plutôt peu spéculatifs. Ils permettent aux salariés de constituer eux-mêmes leur retraite en cotisant pendant leur vie active ; ils placent l'argent collecté sur le marché boursier, selon des règles légales assez strictes. Ce mode d'épargne est donc surtout développé dans les systèmes favorisant les retraites par capitalisation. Aux États-Unis, la loi ERISA de 1974 a permis aux fonds de pension d'investir en Bourse. Depuis, le portefeuille de Calper's, l'un des principaux fonds de pension mondiaux, équivaut au budget d'un État comme le Brésil, soit plus de 160 milliards de dollars ! Leur force de frappe devient donc considérable. Mais il ne faut pas perdre de vue qu'ils ne représentent rien d'autre que de l'épargne des ménages qu'il faut faire fructifier pour leur assurer une retraite.

Aussi, et contrairement à une idée reçue, l'intérêt des fonds de pension est d'investir dans des entreprises solides et non pas d'exiger des rentabilités à court terme. Comme leur objet est de servir des retraites sur un horizon relativement long – huit ans en moyenne –, ils doivent veiller à placer de manière prudente. Aussi, ils se contentent souvent de veiller à ce que l'entreprise soit pérenne et ils n'interviennent qu'en cas de dérapage.

Tout autre est le comportement des fonds de placement (*mutual funds*). Il s'agit d'organismes financiers, qui, là encore, captent l'épargne des ménages, mais, cette fois, dans un but de rendement. Ils existent en France, sous les noms de Sicav et de Fonds Communs de Placement. Il faut souligner que la France est le troisième pays au monde pour ce type de fonds, après les États-Unis et la Grande-Bretagne. Il ne s'agit donc pas d'un phénomène typiquement anglo-saxon. Le comportement des fonds de placement vise le court terme et se préoccupe seulement de rendement financier. Leur objectif est de faire croître la valeur des actions qu'ils possèdent en portefeuille le plus vite possible, afin de servir des rendements élevés à leurs clients et de se rémunérer par des commissions. Le cas extrême est représenté par les *hedge funds*, ou fonds d'arbitrage, qui ne vivent que de la spéculation sur les actions. À l'opposé, les fonds dits « responsables », essaient de limiter le jeu spéculatif, quitte à offrir à leurs clients des rendements plus faibles.

Ce rapide coup d'œil sur les différents types d'actionnaires met en évidence la multitude d'objectifs sous-jacents qui orientent leurs appréciations sur les résultats de l'entreprise. Le « profit » est un élément important mais il ne motive pas les actionnaires de la même façon. La grande diversité des attentes peut conduire à trois comportements types (3) : le vote avec les pieds où l'actionnaire mécontent des résultats vend ses actions ; le vote avec les mains où l'actionnaire participe à la vie de l'entreprise, par le vote en Assemblée générale par exemple ; la loyauté où, quels que soient les résultats, l'actionnaire reste invariablement fidèle. Récemment, ce sont plutôt les stratégies de ventes d'actions qui ont dominé. Mais, depuis les grands effondrements financiers, la tendance est désormais à une plus grande attention à la vie de l'entreprise et une responsabilisation croissante de professionnels de la finance.

Enfin, il faut noter un élément trop souvent ignoré : avec la massification de l'actionariat, le capital des grandes entreprises est désormais la propriété non de quelques grandes familles ou groupes, mais de millions de ménages, qui placent leur argent en Bourse, soit directement (petits porteurs), soit indirectement (caisses de retraites ou fonds de placement). Qu'ils n'en soient pas conscients ne change rien au fait, et il faudra bien que cette nouvelle donne du capitalisme patrimonial modifie les représentations auxquelles beaucoup étaient accoutumés.

Xavier Hollandts

(3) Voir **A. Hirschman**, *Exit, Voice and Loyalty*, 1970.