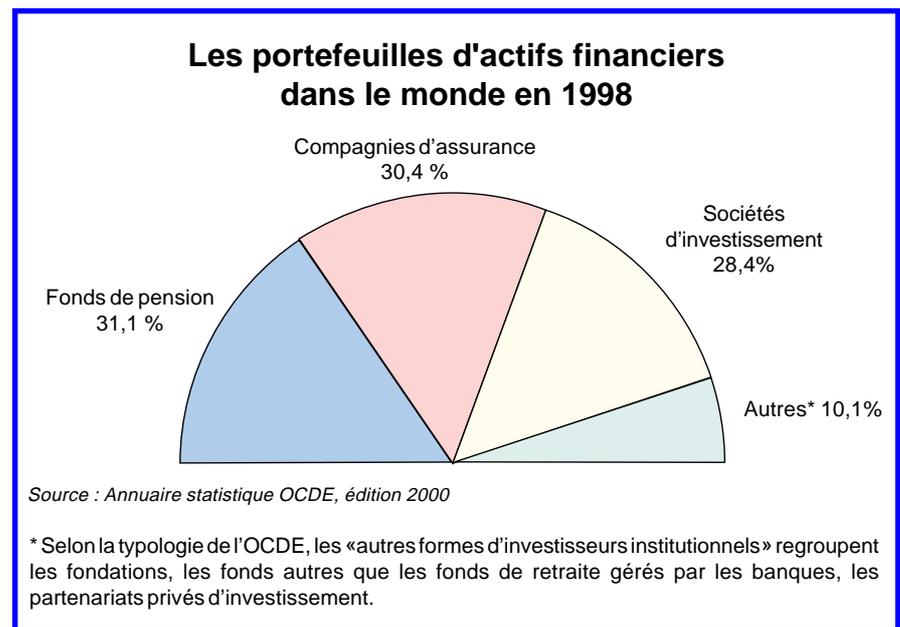


La montée des fonds d'investissement étrangers Une nouvelle donne pour le gouvernement d'entreprise¹

Les investisseurs institutionnels sont devenus, par l'importance de leur participation dans le capital des entreprises, les acteurs prédominants sur les marchés financiers européens. Individuellement, les fonds institutionnels étrangers présents en France ne prennent que des parts très minoritaires dans les entreprises ; mais, par leurs exigences communes en matière de gouvernement d'entreprise, ils contribuent au renforcement du " pouvoir financier " sur le contrôle des entreprises. Celles-ci sont amenées à modifier le fonctionnement de leur conseil d'administration et leur communication financière en termes de données comptables, de rythme de publication des comptes et d'annonce d'objectifs ou de prévisions de résultats. Elles doivent aussi repenser leurs stratégies et leurs systèmes de rémunérations. A côté de la valeur actionnariale, figure emblématique du capitalisme anglo-saxon, la transparence accrue de l'entreprise pourrait également favoriser une meilleure prise en compte des questions environnementales, éthiques ou sociales. Un mode unifié de gouvernement d'entreprise semble ainsi devoir émerger, même si le contexte institutionnel et juridique propre à chaque pays ralentit cette convergence.

¹ Ce "4-Pages" est le résumé d'une étude universitaire, commanditée en juillet 1999 par la Direction générale de l'industrie, des technologies de l'information et des postes (Digitip) du ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie, sur proposition de la Commission permanente de concertation pour l'industrie.



Fonds de pension, sociétés d'assurance ou banques, les fonds institutionnels gèrent au niveau mondial des actifs financiers dont la croissance est très forte. Leur poids dépasse le PIB de l'Europe des Quinze, du Japon et des Etats-Unis réunis. La propriété de ces fonds est inégalement répartie entre les pays : plus de la moitié pour les Etats-Unis, contre plus du quart pour l'Europe (8,6 % pour le Royaume-Uni, 4,9 % pour la France, et 4,5 % pour l'Allemagne).

Aux Etats-Unis, les investisseurs institutionnels détiennent aujourd'hui plus de 50 % des actions des entreprises cotées en Bourse. En France, la part des capitaux détenus par des investisseurs étrangers est comprise entre un tiers et la moitié du capital des entreprises cotées, selon les sources statistiques. En Allemagne, la proportion devrait augmenter suite à la réforme fiscale qui supprime la taxation sur les plus-values associées à la revente de participations financières.

Pour les entreprises non cotées, la part des institutionnels étrangers serait également significative dans certains secteurs en croissance.

Fonds de pension, compagnies d'assurance, et organismes de placement collectif

Les fonds de pension ont pour vocation de financer les retraites. Au niveau mondial, ils gèrent, selon l'OCDE, un peu plus de 30 % des actifs financiers détenus par des investisseurs institutionnels. Ils se sont surtout développés dans les pays qui pratiquent les systèmes de retraite par capitalisation comme les Etats-Unis et, dans une moindre mesure, le Royaume-Uni. En revanche, en France et en Allemagne, leur poids est faible car les systèmes de retraite par répartition prédominent. Les compagnies d'assurance y ont une place centrale, ainsi que les sociétés d'investissement, quelle que soit leur forme juridique : organismes de placement collectif (*mutual funds*), fondations (*trusts*), partenariats privés d'investissement (*partnerships*)...

La montée des fonds de pension à cotisations définies...

Les fonds de pension ne forment pas un bloc homogène. Il existe, aux Etats-

Unis notamment, des fonds publics et des fonds privés. Parmi les fonds privés, on distingue les plans qui relèvent d'une seule entreprise, comme General Motors, de ceux qui relèvent de plusieurs employeurs et sont gérés, le cas échéant, à parité avec les syndicats ou des représentants des salariés.

Les fonds à *prestations* définies offrent des pensions de retraite garanties. Dans les fonds à *cotisations* définies, l'engagement ne porte que sur les cotisations, et les prestations ne sont pas fixées d'avance mais dépendent des rendements obtenus sur les placements. Jusqu'à la fin des années quatre-vingt, les régimes à prestations définies étaient très largement majoritaires. Ils déclinent désormais au profit des régimes à cotisations définies. Le risque est désormais transféré de l'entreprise au salarié.

■ ... à gestion externe et indexée

Une part croissante de la gestion financière des fonds de pension est externe, confiée à des *gestionnaires de portefeuilles* ou à des *mutual funds*, sous trois formes : comptes individuels (dits comptes 401 K), comptes séparés (par fonds de pension), comptes globaux (tous fonds confondus, sans distinction particulière vis-à-vis du droit de vote).

La stratégie financière des fonds de pension peut être active, le gestionnaire sélectionnant les titres à acheter. Elles peuvent également être passives, le gestionnaire organisant son portefeuille en suivant la composition d'un indice ou achetant un contrat à terme sur l'indice. Ces formes de gestion passives ont pris une place croissante : les coûts de gestion sont moins élevés, une "mauvaise gestion" peut difficilement être reprochée au gérant ; enfin, il est très difficile pour un fonds de pension de "battre le marché" en termes de rendement, compte tenu des frais de recherche, d'analyse financière et de transactions liés à une gestion active.

■ Des parts minoritaires dans les entreprises françaises, un poids économique globalement important

Du fait de leur gestion diversifiée et de la volonté de préserver la liquidité de leur portefeuille, les fonds institutionnels étrangers présents en France ne prennent individuellement que des parts très faibles dans les entreprises : moins de 2 % du capital des entreprises du CAC 40, et le plus souvent moins de 0,5 %.

Parmi les quinze fonds les plus actifs en France, on trouve dix fonds américains, dont les cinq principaux gèrent à eux seuls plus de 15 milliards d'euros (Fidelity,

Les portefeuilles d'actifs financiers selon les investisseurs institutionnels des pays industrialisés en 1998

	Ensemble (dont)	Fonds de pension	Compagnies d'assurance	Sociétés d'investissement
Etats-Unis	55,7	69,7	36,5	54,3
Japon	9,3	6,9	15,9	4,0
Royaume-Uni	8,8	11,1	13,8	4,1
France	5,0	0,0	9,4	7,6
Allemagne	4,5	0,7	7,8	6,9
Pays-Bas	1,8	3,1	1,9	0,7
Canada	2,0	2,7	1,8	2,1
Suisse	1,5	2,2	2,1	0,7
Autres	11,4	3,6	10,8	19,6
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

Source : *Annuaire statistique OCDE 2000, estimations Sessi*

Franklin Templeton, Capital Research, TIAA-CREF, T-Rowe Price). Pris ensemble, ces fonds institutionnels étrangers pèsent d'un poids important dans les entreprises du CAC 40. Ces fonds et les autres actionnaires étrangers représentent 35 % de la capitalisation boursière de la place de Paris et 50 % de celle du CAC 40.

■ Des exigences communes

En raison de leur poids économique, les fonds institutionnels étrangers manifestent des exigences communes pour le gouvernement d'entreprise. Ces exigences sont publiées sous la forme de chartes et accompagnées de campagnes publiques dans les médias, d'activisme dans les assemblées, et d'interventions auprès des dirigeants. Les investisseurs institutionnels français tendent de plus en plus à adopter les mêmes objectifs et les mêmes comportements qui aboutissent à renforcer le pouvoir des investisseurs financiers sur les entreprises. En outre, un petit nombre d'analystes financiers influents, le plus souvent basés à Londres, unifient ces comportements car ils exercent un pouvoir important sur les marchés.

Dans les palmarès internationaux de l'OCDE ou d'autres organismes indépendants, la France figure en bonne place en matière de gouvernement d'entreprise, grâce notamment à l'éclatement des noyaux durs et à l'existence de droits étendus au niveau des assemblées générales. Cependant, lorsque de grandes entreprises prennent des dispositions assimilées à des mesures anti-OPA, ou relatives aux droits de vote double (en contradiction avec le principe "one share one vote"), ces décisions sont immédiatement ressenties comme un recul en matière de droits des minoritaires. Les entreprises semblent de plus en plus prendre conscience de la détérioration de leur image qui peut en résulter.

■ L'adoption des normes comptables internationales progresse plus vite en Allemagne

Les investisseurs souhaitent pouvoir comparer les entreprises de différentes nationalités sur la base d'une information homogène, rigoureuse et normalisée. Cette recherche de comparabilité rejoint le souhait des émetteurs d'actions de pouvoir lever des capitaux aux Etats-Unis à un coût moindre. Pour cette raison, les normes comptables internationales se répandent de plus en plus avec l'utilisation des référentiels comptables américains US GAAP (*US Generally Accepted Accounting Principles*) et des normes de l'IASC (*International Accounting Standards Committee*).

La comparaison avec un référentiel comptable international est un phénomène récent, qui s'est accéléré au début des années quatre-vingt-dix. En 1996, 55 entreprises françaises s'y référaient, contre 18 entreprises allemandes. L'Allemagne n'a rattrapé son retard sur la France que récemment, une loi de 1998 autorisant les entreprises allemandes à présenter dans certaines conditions leurs états financiers consolidés selon ces principes comptables internationaux. Dès 1999, 63 % des entreprises figurant dans l'indice DAX 30 utilisaient un référentiel international, contre 13 % seulement un an plus tôt. A titre de comparaison, 33 % des entreprises du CAC 40 font référence à des normes internationales en 1999 (et 25 % en 1998). Ce phénomène est encore plus manifeste pour l'ensemble du marché : en Allemagne, 60 entreprises utilisaient les normes IASC en 1999, contre 13 seulement un an plus tôt ; en France, 34 entreprises utilisaient ce référentiel en 1999 (contre 31 en 1998).

La “ création de valeur ” : un impact encore limité en France

L'évolution du rapport de forces entre actionnaires et dirigeants d'entreprises a des conséquences importantes sur le discours managérial. La “ création de valeur ”, c'est-à-dire la recherche de la meilleure performance financière de l'action est, de fait, devenue un passage obligé dans le discours des dirigeants. Les conséquences sont susceptibles d'affecter la politique financière, le choix de politique industrielle, ainsi que les systèmes de rémunération de l'ensemble de la hiérarchie managériale. Au nom de la “ création de valeur ”, se mettent en place une nouvelle panoplie d'indicateurs et une nouvelle culture d'entreprise.

Pour mesurer l'impact de la notion de création de valeur sur les systèmes de “ pilotage ” de l'entreprise, une série d'entretiens ciblés ont été menés auprès d'entreprises françaises et allemandes. Ces entretiens montrent que les effets sont encore globalement limités. Toutefois trois situations types se dessinent. Dans la première situation, les dirigeants ne modifient pas le pilotage de l'entreprise. Dans la seconde, ils utilisent ces notions pour améliorer les systèmes de pilotage en rénovant les indicateurs internes. Dans la troisième situation, ils déploient une approche plus globale.

Améliorer la communication externe ou les outils de pilotage

Dans la première situation type, les dirigeants améliorent leur communication externe à destination des actionnaires, mais sans modifier le pilotage interne de l'entreprise. Pour ne pas s'engager plus avant, ils invoquent le caractère essentiellement financier de la création de valeur, alors que la performance relèverait davantage de facteurs économiques et techniques spécifiques au secteur, voire à l'entreprise. Par ailleurs, la culture interne resterait réticente à l'explicitation de la politique de rémunération. Le cours de bourse et la relation aux actionnaires ne constituent pas une priorité pour les dirigeants de ces entreprises.

En revanche, dans les autres situations types, les dirigeants assument les enjeux propres au marché financier et cherchent à les faire partager à l'ensemble des cadres de l'entreprise. Ils partent le plus souvent d'un diagnostic de leur performance boursière, généralement décevante par rapport à celle des entreprises américaines comparables. Ils remettent ainsi en cause leurs systèmes de pilotage et demandent que les facteurs explicatifs de la performance boursière soient mieux pris

Un contexte favorable pour la montée des fonds d'investissement

La déréglementation dans les années quatre-vingt a fortement stimulé les marchés financiers, en supprimant les obstacles à la circulation des capitaux. La montée des déficits publics dans les principaux pays industrialisés a donné lieu à l'émission d'une dette publique peu risquée et bien rémunérée, qui a contribué au dynamisme des marchés financiers. De même, les entreprises et les banques ont été nombreuses à augmenter leur capital, ce qui a donné un rôle croissant aux marchés boursiers. Les programmes de privatisation ont également stimulé la croissance de la capitalisation européenne, et favorisé la montée en puissance des investisseurs institutionnels américains dans le capital des grandes entreprises européennes.

Du côté des épargnants, les prix des actifs ont augmenté au cours des quinze dernières années, ce qui a permis des rendements de portefeuille élevés. La fiscalité de l'épargne et la concurrence entre places financières ont amplifié ce phénomène. Face à l'incertitude sur le financement des retraites, les salariés ont accru leur épargne financière de précaution. Aux Etats-Unis, le développement des *mutual funds* a coïncidé avec la mise en œuvre de la loi Erisa sur l'épargne-retraite. L'expansion des organismes de placement collectif est l'expression d'une culture de l'investissement financier qui se propage parmi les petits investisseurs, même dans les pays où ce type de placements était peu développé dans le passé.

en compte au sein de l'entreprise : influence du capital investi et de la politique financière, impact de la diversification et du prix des acquisitions. C'est quelquefois à l'occasion d'un changement de dirigeant qu'un tel déploiement intervient, la nouvelle équipe cherchant à utiliser la création de valeur comme message central d'une nouvelle culture d'entreprise destinée à asseoir son autorité.

Plus précisément, dans la deuxième situation type, évaluer la rentabilité en fonction des capitaux investis devient une priorité. L'idée que le capital a un coût est alors le message essentiel à intégrer et à faire partager. Les conséquences sur le pilotage interne de ces changements sont importantes, car auparavant, ces entreprises suivaient leurs performances uniquement à partir d'indicateurs de volume ou d'indicateurs comptables, comme le résultat opérationnel. Ces indicateurs étaient, en fait, très peu liés au rendement des capitaux investis et à la valorisation boursière de l'entreprise.

La troisième situation type va beaucoup plus loin. Les chefs d'entreprise estiment qu'il faut également modifier les systèmes de rémunérations pour infléchir véritablement les comportements. Pour définir leurs nouvelles politiques de rémunération, ils introduisent une référence d'anticipation de résultats basée, par exemple, sur un objectif de cours de bourse. Un surplus de rémunération est attribué lorsque les résultats obtenus sont meilleurs que les anticipations. L'ampleur des changements à mettre en œuvre et l'implication progressive des différentes strates de la hiérarchie constituent des points importants d'une telle démarche. L'attribution des bonus individualisés correspondants se base sur des indicateurs comptables retraités. Ils nécessitent un

arsenal de techniques pour éviter des biais manifestes relatifs à des postes comme la recherche-développement, les allocations de coûts communs entre divisions, les résultats des premières années associés à des investissements stratégiques de long terme, etc. Dans les faits, très peu d'entreprises relèvent de cette troisième situation type, mais leur nombre augmente.

Il existe une approche plus simple qui permet d'avoir le même type d'impact sur la culture de l'entreprise grâce à l'attribution large de *stock options* (alors que de nombreuses entreprises en restreignent la distribution aux seuls cadres dirigeants et à quelques bénéficiaires triés sur le volet). C'est en réponse à la pression des concurrents sur le marché du travail qu'une telle voie est suivie, par exemple dans le secteur des nouvelles technologies, bien plus qu'en réponse aux demandes du marché financier en tant que tel. Dans ces conditions, les critères d'attribution ne sont plus reliés à la réalisation d'objectifs précis. La démarche se rapproche alors de celles de l'actionnariat salarié.

Un nouveau modèle intégrant capitalisme anglo-saxon et capitalisme rhénan

Au niveau mondial, le gouvernement d'entreprise semble converger vers un modèle hybride, empruntant ses traits à la fois au capitalisme anglo-saxon et au capitalisme rhénan. Dans le modèle anglo-saxon, le contrôle externe de l'actionnariat minoritaire fort a pour objectif la création de valeur actionnariale (emprunt au modèle *shareholder* ou porteur de parts). Ce modèle se renforce. Les *mutual funds* et les fonds de pension anglo-saxons en constituent actuellement les figures les plus représentatives.

Alors que les modes d'influence exercés par les autres partenaires de l'entreprise (*stake-holders*) empruntaient le plus souvent des canaux reposant sur des rapports de force peu transparents, ces partenaires sont de plus en plus conduits à s'inscrire dans le courant ouvert par les nouvelles formes de gouvernement d'entreprise pour continuer à exercer leur pouvoir (transparence de l'information, fonctionnement des conseils d'administration, droits des actionnaires...).

Inscrite dans un cadre légal général et commun, la transparence accrue favorise le développement d'une forme de régulation dans laquelle il devient moins nécessaire de fixer des obligations légales spécifiques qui risqueraient de s'avérer trop contraignantes. La création d'un cadre réglementaire commun réduit l'importance du simple rapport de forces locales et favorise la voie juridique sur la base d'une *common law* d'inspiration anglo-saxonne. L'opinion publique, relayée par les médias, peut alors constituer à côté des marchés (financiers ou réels), une force de contrôle importante sur les entreprises. Ainsi, tel ou tel groupe de pression peut maintenant s'appuyer sur d'éventuelles actions juridiques que rend possibles la loi. D'autres considérations éthiques, environnementales ou sociales, et plus seulement financières, prennent de l'importance aux yeux des investisseurs. Les "fonds éthiques" se développent et améliorent leurs performances, notamment aux Etats-Unis, où ils représentent 10 % des actifs gérés, mais également en Europe.

Quelles seront les conséquences de la progression de ce modèle hybride ? Il est difficile d'y répondre sur la base de modèles théoriques, qui sont multiples et partiels. Cependant, l'existence d'investisseurs nombreux, puissants et de long terme devrait en principe améliorer l'efficacité du management. Cette conclusion des modèles est néanmoins soumise à deux conditions : que ces investisseurs se dotent des outils et des compétences pour exercer un véritable contrôle, et que ces outils soient suffisamment généraux pour que leur coût de développement puisse être amorti sur l'ensemble du portefeuille géré. Cette étape est encore loin d'être franchie sur le plan pratique et encore moins dans les secteurs nouveaux et instables de la nouvelle économie.

■ Jean- Pierre PONSSARD

Directeur de recherche au CNRS, Laboratoire d'Econométrie de l'Ecole polytechnique

Les fonds d'investissement et les cadres juridiques nationaux

L'internationalisation croissante des marchés et des actionnaires multiplie les situations où les sociétés françaises émettrices d'actions ont comme interlocuteurs directs des *trustees* ou des *nominees* de droit anglais ou américain, qui n'ont pas les mêmes droits et obligations au regard des droits français et américain.

Le *trustee* exerce les droits et obligations du propriétaire des titres vis-à-vis de la société émettrice : il est inscrit en compte d'actionnaire et peut céder ses titres ou voter aux assemblées.

Au contraire, le *nominee* n'est qu'un intermédiaire. Le droit anglais accepte qu'il soit inscrit dans les comptes de la société, en tant qu'actionnaire apparent, mais il est soumis à une procédure de révélation obligatoire de l'actionnaire réel. Dans le droit français, il n'est pas personnellement titulaire du droit de vote qui doit être exercé, sous peine de sanctions pénales, par le véritable propriétaire des titres ou par l'intermédiaire d'un mandat non permanent donné à un autre actionnaire.

La loi sur les nouvelles régulations économiques apporte des éléments de convergence des droits. Elle prévoit la possibilité qu'un intermédiaire soit inscrit et exerce ses droits et pouvoirs "pour le compte du propriétaire", sous réserve qu'il déclare à la société émettrice sa qualité d'intermédiaire.

En cas de franchissement des seuils de participation dans le capital, le *trustee* et le *nominee* ont les mêmes devoirs qu'en droit anglo-américain : le *trustee* doit s'acquitter des obligations de déclaration en son propre nom, le *nominee* doit le faire en révélant le propriétaire réel. La situation est différente lorsque les véritables propriétaires demandent à ces représentants de voter dans un sens convenu aux assemblées générales : alors que cette concertation est permise en droit anglo-américain, il peut y avoir "action de concert" au regard du droit français et soumission à la déclaration de franchissement de seuil par comptabilisation de toutes les participations de ces actionnaires. Cela accélérera d'autant le déclenchement de la procédure d'OPA, rendue obligatoire dès le franchissement de certains seuils critiques.

A lire

- CONYON M. J., SCHWALBACH J. : "Executive Compensation : Evidence from the UK and Germany", *Long Range Planning*, Vol.33, p. 504-527, n° 4, 2000
- FANTO J. , *Corporate Governance in American and French Law*, Montchrestien, Paris, 1997
- FERONE G. : "L'investissement socialement responsable : comparaison des concepts et des pratiques", in *Rapport moral sur l'argent dans le monde*, Montchrestien et Association d'économie financière, 2000
- JEFFERS E. : " La place financière de Paris face aux investisseurs américains à l'heure de l'euro ", *Revue d'Economie financière* n° 48, 1998
- MOTTIS N., PONSSARD J.-P. : "Création de valeur et rémunération des dirigeants : enjeux et pratiques", *Annales des Mines - Gérer & Comprendre*, juin 2000
- Investisseurs institutionnels, *Annuaire statistique*, OCDE, 2000
- PLIHON D. : " Les investisseurs institutionnels, nouveaux acteurs de la finance internationale ", in " *Crise mondiale et marchés financiers* ", Documentation française, Cahiers français, n° 289, janvier-février 1999
- LA PORTA R., LOPEZ-de-SILANES F., SHLEIFRE A. : " Corporate ownership around the world ", *Journal of Finance*, avril, 471, 1999



Directeur de la publication :
Jean-Marc Béguin

Rédacteur en chef : Gilles Rotman
Secrétaire de rédaction : Alain Bentolila
Composition par P.A.O. - Brigitte Baroin

Cette publication est réalisée avec
le concours de la Direction des relations
avec les publics et de la communication

Abonnement : 250 F ou 38,11 euros
(12 n° au minimum) - par fax au 01 43 19 41 73
SESSI, service de la Direction générale
de l'industrie, des technologies
de l'information et des postes (DiGITIP)

<http://www.industrie.gouv.fr/accueil.htm>
N° ISSN : 1241-1515