

Modes de financement et gouvernement d'entreprise : une lecture de l'évolution du capitalisme français

Thèse de Doctorat en Sciences Economiques Spécialité : Monnaie, Finance et Economie
Internationale

Soutenue le 19 septembre 2002

par

Idir CHERIEF

JURY Directeur de Recherche Gisèle CHANEL-REYNAUD Maître de Conférences à l'Université
Lumière Lyon2 Rapporteurs Robert FERRANDIER Professeur à l'Université de Caen Ahmed SILEM
Professeur à l'Université de Jean Moulin Lyon3 Suffragant Bernard COURBIS Professeur à
l'Université Lumière Lyon2

Table des matières

Remerciements . .	1
. .	3
Introduction générale . .	5
Première Partie. financement de la firme et gouvernement d'entreprise : une approche théorique . .	15
Introduction .	15
Chapitre 1. de la neutralité de la structure financière à la répartition des pouvoirs entre financeurs et managers . .	18
Introduction .	18
Section 1 : Evolution de la théorie de la firme et ses conséquences en termes d'approche du financement des entreprises .	18
Section 2 : Du gouvernement de l'entreprise comme mécanisme explicite de gestion des conflits .	37
Conclusion . .	46
CHAPITRE 2. Gouvernement d'entreprise : entre valeur actionnariale et droits des « <i>stakeholders</i> » .	48
Introduction .	48
Section 1 : La maximisation de la valeur des fonds propres ou la philosophie du capitalisme actionnarial .	48
Section 2 : <i>Stakeholder capitalism</i> et gouvernement d'entreprise . .	74
Conclusion . .	90
Conclusion de la première partie .	91
DEUXIEME Partie. l'économie française : Une illustration des évolutions parallèles des modes de financement et de la gouvernance .	93
Introduction .	93
Chapitre 3. Modes de financement et logiques de fonctionnement des firmes françaises avant les réformes financières des années quatre-vingt . .	95
Introduction .	96
Section 1 : Le cadre macro-économique de la fin du second conflit mondial aux années quatre-vingt . .	96
Section 2 : Conséquences de ces choix sur la gouvernance des firmes pendant	106

cette période .	
Conclusion . .	134
Chapitre 4. Modes de financement et gouvernance : le sens de la transformation actuelle du capitalisme français .	135
Introduction .	135
Section 1 : Contexte socio-économique et évolution du comportement financier des agents: cas de l'Etat, des banques, des OPCVM, des Sociétés d'Assurance et des non-résidents . .	135
Section 2 : Evolution des modes de financement des entreprises françaises . .	177
Section 3 : Analyse des normes françaises en matière de gouvernance .	212
Conclusion . .	244
Conclusion de la deuxième partie . .	245
Conclusion générale .	247
ANNEXES .	255
Annexe n° 1 : La méthodologie . .	255
I) les données .	255
II) La méthode utilisée .	256
Annexe 2 : La nomenclature des secteurs du TOF . .	257
Annexe 3 : La nomenclature des opérations du TOF .	258
Annexe 4 : Le déflateur . .	261
Annexe 5 : La bourse et la gouvernance .	261
1) La restauration de la valeur chez Alstom .	262
2) L'activisme des minoritaires .	264
3) Les zinzins étrangers plus actifs .	267
4) L'activisme de Bolloré continue d'animer les marchés .	269
5) La fin de la protection étatique .	269
6) L'importance de la liquidité : cas des indices MSCI* . .	270
7) Le coût de la diversification : cas de Lagardère .	272
8) Les rachats d'actions se généralisent .	272
Bibliographie . .	275

Remerciements

Mes remerciements vont d'abord à Gisèle REYNAUD, ma directrice de recherche, qui m'a assisté pendant la réalisation de ce travail. Je la remercie de m'avoir conseillé, orienté et soutenu sans faille durant toute cette période.

Je remercie également les professeurs Bernard COURBIS, Robert FERRANDIER et Ahmed SILEM, de me faire l'honneur de participer à mon jury.

Je remercie aussi le service S.E.S.O.F de la Banque de France, qui m'a permis d'accéder aux données relatives aux T.O.F des années 1969-1994

Je n'oublie pas de témoigner ma gratitude à mes ami(e)s et/ou collègues qui m'ont aidé, chacun à sa façon, à avancer dans mon travail. Je remercie en particulier Ababbacar, Nacer, Magdeleine, Farid, Camille, Abdelhak, Gilles, Jean-Pierre, Kamel, Krimo, Louisa, Marceline, Maco, Michel, Saida, Séverine, Sylvie et Youcef. Je ne saurai oublier l'appui de mes cousin(e)s Dalila, Lghani et Marzouk le Québécois.

Enfin, ma dernière pensée va à ma famille dont le soutien inconditionnel m'a aidé à surmonter les difficultés et les moments de doute inhérents à ce type de travail.

Dedicaces A mon défunt père et à ma mère qui m'ont tout donné, A mon grand-père et à mes sœurs, A tous mes professeurs qui m'ont transmis leur savoir avec dévouement, depuis mon premier jour sur les bancs de l'école

Introduction générale

Depuis la mondialisation des économies nationales, le fonctionnement des entreprises occupe souvent le devant de l'actualité, tant il est vrai, que leur sort affecte, directement ou indirectement, tous les agents économiques. De part son caractère multidimensionnel et pluridisciplinaire ¹, le paradigme du gouvernement d'entreprise peut fournir des réponses à de nombreux dysfonctionnements des firmes, d'où un intérêt croissant pour ce sujet.

Les travaux théoriques sur ce thème prennent naissance aux Etats-Unis à la suite des débats et des polémiques qui ont accompagné les restructurations des sociétés américaines lors des années quatre-vingt. A partir de la précédente décennie, ces préoccupations arrivent en Europe, avec notamment la publication du rapport Cadbury (1992) en Grande Bretagne et le rapport Vienot I (1995) en France. Au-delà de cet éclairage préliminaire, on peut situer la problématique du gouvernement d'entreprise dans le prolongement de la théorie de l'agence. Dans toutes les entreprises non strictement individuelles, il existe une délégation de pouvoir et donc une relation d'agence entre les bailleurs de fonds (actionnaires et créanciers), qui jouent le rôle de principal, et les dirigeants qui ont la qualité d'agent. Les problèmes d'agence n'expliquent pas à eux seuls le recours au gouvernement d'entreprise car certains conflits d'intérêts peuvent être résolus à travers des contrats appropriés et préétablis. Comme le souligne Hart (1995), les questions du gouvernement d'entreprise surviennent dans une organisation chaque fois que deux conditions sont réunies, à savoir :

¹ Thurnbull S., (2000) parle de perméabilité des frontières de cette discipline émergente.

- Un problème d'agence ou conflit d'intérêt impliquant les membres de l'organisation
- L'existence de coûts de transactions qui sont tels que ce problème d'agence ne peut être résolu.

Selon cette définition, le gouvernement d'entreprise apparaît donc comme une solution aux situations de conflits non prévues par le contrat. Au-delà de la réponse à l'imperfection des contrats, l'inscription du gouvernement d'entreprise dans le cadre précis de la théorie de l'agence, vise implicitement à désigner les membres de l'organisation victimes de ces problèmes d'agence et dont il convient par conséquent de protéger les intérêts. Shleifer et Vishny (1997) sont d'ailleurs explicites à cet égard en précisant que le gouvernement d'entreprise traite des chemins et méthodes qu'empruntent les fournisseurs de capitaux (ou bailleurs de fonds) pour s'assurer un retour sur investissement.

Il s'agit pour ces auteurs, de contrôler efficacement les dirigeants pour qu'ils ne dérobent pas les capitaux mis à leur disposition ou ne les investissent pas dans de mauvais projets. Michel Albert, résume bien cette position de lutte contre l'enracinement des dirigeants en considérant pour sa part que « *Le gouvernement d'entreprise consiste à ne plus donner aux dirigeants des firmes qu'un seul et unique but, celui de maximiser les profits et les dividendes* » (Albert M., 1994). Ces approches associées à la problématique du principal/agent sont dites restrictives. D'une part, elles s'inscrivent dans la tradition néoclassique de la firme en limitant l'objectif de l'entreprise à la maximisation des fonds propres, d'autre part, elles sont exclusivement centrées sur les intérêts des actionnaires.

Contestant cet ostracisme, d'autres auteurs proposent des approches alternatives du gouvernement d'entreprise basées sur la prise en compte de l'intérêt de l'ensemble des *stakeholders* de la firme. Leur démarche consiste à expliquer la place et l'importance des *stakeholders* « *Un stakeholder dans une organisation est par définition, tout groupe ou individu, qui peut affecter ou qui peut être affecté par la réalisation des objectifs de l'organisation* » (Freeman, 1984) ou encore comme « *des groupes envers lesquels l'entreprise est responsable* » (Alkhafaji, 1989). Mettre en évidence le risque qu'encourent les autres membres de la firme (en dehors des actionnaires) permet mieux de justifier et de légitimer la prise en compte de leurs intérêts par la firme.

En dehors du cadre strictement théorique, la préoccupation majeure de chaque entreprise aujourd'hui, est de rationaliser son fonctionnement pour espérer gagner des parts de marché et améliorer sa compétitivité en vue de garantir sa pérennité, dans une économie de plus en plus mondialisée et concurrentielle. Dans cette compétition, les conditions d'accès aux financements (coût du capital, confiance des investisseurs) constituent un élément, sinon l'élément vital du développement de toute firme. Celles-ci déterminent, dans une large mesure, les coûts de production, et par conséquent, les prix de vente et la position concurrentielle de toute société. Or, ces coûts de financement sont eux-mêmes fonction (croissante) des coûts d'agence. Des coûts d'agence élevés sont synonymes d'une moindre efficacité, une rentabilité plus faible et *in fine* un retour sur investissement non optimal. Cela conduit les investisseurs à exiger une prime de risque plus élevée, ce qui grève les résultats de l'entreprise et altère sa position concurrentielle. On aboutit, de ce fait, à un lien étroit entre le financement et la gouvernance.

En réduisant les coûts d'agence des entreprises, cette dernière contribue à améliorer leurs conditions de financement améliorant ainsi leur compétitivité. Depuis la remise en cause de la thèse de Modigliani-Miller (1958, 1963) de la neutralité de la structure financière sur la valeur de la firme par les travaux « récents »² de la théorie financière, les modes de financement occupent une place importante dans le développement des entreprises³. Même sur le plan macroéconomique, un consensus semble se dessiner pour accréditer l'hypothèse⁴ d'une stimulation de la croissance par un système financier développé (Khan A., 2000).

Dans cette optique, notre travail de recherche consiste à analyser l'évolution des modes de financement de l'économie française en vue de déterminer l'impact de cette évolution⁵ sur la gouvernance des entreprises. Nous parlons d'économie française car d'une part nos données sont, dans une large mesure⁶, extraites des tableaux d'opérations financières (TOF) qui couvrent un grand nombre de sociétés d'autre part, nous étudions également l'évolution du financement de la dette publique, et plus précisément la dette de l'Etat. L'inclusion de l'Etat, nous a semblé nécessaire pour au moins trois raisons :

- La première raison est liée au rôle historiquement important de l'Etat en France du fait d'un important secteur public. Ce rôle demeure d'ailleurs non négligeable en dépit d'un recul sensible par rapport aux précédentes décennies ;
- La seconde raison est due au fait que la réforme financière a d'abord commencé, sur l'initiative de l'Etat, par une modernisation de la gestion de la dette publique comme l'atteste le niveau de développement du marché obligataire⁷ français ;
- Enfin, le troisième argument tient à l'impact de la dette publique (son niveau, et ses modes de financement) sur les conditions de financement des entreprises

² Notamment les développements récents sur la structure financière qui s'inscrivent dans le sillage des théories de l'agence, de l'asymétrie de l'information et des coûts de transactions avec parfois l'utilisation des outils de la théorie des jeux (surtout sur le plan macroéconomique).

³ Puisque cela revient à admettre l'existence d'une structure financière optimale, même si celle-ci varie selon, la taille de l'entreprise, son secteur d'activité, le niveau des taux d'intérêt...etc.

⁴ Cet auteur américain tire ses conclusions à partir des résultats des recherches menées sur ce point. Bien entendu, cela ne n'implique pas que la cette causalité est exclusivement univoque dans la mesure où, la croissance économique favorise certainement le développement du système financier. Cependant la causalité semble être plus forte dans le sens opposé.

⁵ Que nous supposons, *a priori*, non nul. Comme précédemment, nous admettons également que les améliorations en termes de gouvernance puissent influencer les conditions d'accès ainsi que les modes de financement des sociétés.

⁶ Soit exclusivement s'agissant de l'analyse des modes de financement des sociétés non-financières. Pour d'autres aspects, comme l'analyse des conseils d'administration, les normes de gouvernance, nous nous sommes limités aux entreprises représentées dans les indices CAC 40 ou celles des indices, encore plus représentatifs du SBF120 et SBF250.

⁷ Du moins les emprunts publics, le marché *corporate* étant encore marginal, même si ses perspectives d'expansion ne sont pas négligeables depuis l'avènement de l'euro et la disparition du risque de change à l'intérieur de l'*euroland*.

Pour mieux saisir la réalité de ces modes de financement, il nous a paru également nécessaire d'étudier l'évolution du comportement des investisseurs institutionnels, principaux animateurs des marchés de capitaux, en matière de placement et d'investissement. Les modes de financement sont en effet déterminés aussi bien par la demande de capitaux (de la part des entreprises) que par les contraintes d'offre de ces capitaux⁸ de la part des bailleurs de fonds.

Après avoir fixé l'objet de notre recherche et déterminé les agents à prendre en compte, nous avons établi notre plan de rédaction. Cette thèse comporte deux parties de deux chapitres chacune. La première partie est consacrée à l'analyse théorique du financement et du gouvernement d'entreprise, tandis que la seconde partie est une tentative d'illustration des évolutions parallèles des modes des modes de financement et de la gouvernance au sein de l'économie française.

Le premier chapitre traite de la structure financière et de la répartition des pouvoirs au sein de la firme, entre les managers et les financeurs. Dans un premier temps, nous nous intéresserons à l'évolution de la théorie de la firme et à ses implications en termes de financement des entreprises. Il s'agit, dans cette section, de procéder à une analyse critique de la théorie néoclassique de la firme en nous appuyant sur les apports de la théorie financière moderne⁹. Outre les coûts de la faillite liés à un endettement excessif, l'introduction des conflits d'intérêts au sein de la firme constituera la première remise en cause sérieuse de la thèse traditionnelle de la neutralité de la structure financière. Dans la mesure où des montages financiers comme la participation des dirigeants au capital peut selon les cas réduire les conflits [thèse la convergence d'intérêts défendue entre autres par Jensen et Meckling (1976) et Jensen et Murphy (1985) et confirmée sur données françaises par Pigé (1994)] ou, au contraire, favoriser l'enracinement des dirigeants à partir d'un certain seuil [thèse défendue par Mork, Shleifer et Vishny (1988)], la structure financière a des répercussions sur les coûts d'agence et par conséquent sur la valorisation de la firme. Les modes de financement apparaissent ici comme des outils de gestion implicites des conflits d'intérêt entre les différents *stakeholders* de la firme, en particulier, entre les actionnaires, les créanciers et les managers. Depuis, la avancées théoriques en matière d'asymétrie d'information, de théorie des jeux, ainsi que la théorie du *free cash flow* de Jensen (1986), les recherches portant sur la structure financière, et notamment les contrats de dette, se sont multipliées.

En dépit de la sophistication atteinte, les contrats ne sont jamais parfaits en ce sens que qu'ils ne peuvent pas prévoir tous les états futurs de nature. Parfois, les coûts de la rédaction de ce type de contrat sont tels que les membres de la firme renoncent à l'établir. Cette indétermination contractuelle peut conduire à l'accroissement de la latitude de certains *stakeholders*, tels que les dirigeants, au détriment d'autres membres de la firme.

⁸ Théoriquement ce sont, *in fine*, les comportements des agents à capacité de financement, en l'occurrence les ménages, qui déterminent l'orientation des flux financiers. Mais, du fait de la part relativement faible de l'investissement direct de ces agents, par rapport aux fonds placés auprès des intermédiaires financiers, et donc gérés par ces derniers, nous n'avons pas jugé utile d'analyser les placements des ménages au risque de réduire la visibilité de notre travail.

⁹ Dans sa version restrictive, qui est la plus élaborée, l'approche du gouvernement d'entreprise s'inspire largement de ces théories

C'est alors que les mécanismes de gouvernance apparaissent nécessaires. Le gouvernement d'entreprise apparaît à cet égard comme un mécanisme de gestion explicite des conflits d'intérêt au sein de la firme (Section 2). La présentation des soubassements théoriques de « la » théorie du gouvernement d'entreprise en rapport avec la théorie des contrats et des coûts de transaction, nous servira de prélude à l'analyse des approches de la gouvernance dans le deuxième chapitre.

Ce second chapitre théorique, débutera par l'exposé des principes de la création de valeur, qui semble aujourd'hui gouverner le marché et qui représente l'axe central de la philosophie du capitalisme actionnarial dont s'inspire les approches restrictives du gouvernement d'entreprise (section 1). Nous analyserons la problématique du créancier résiduel, pierre angulaire des modèles de principal/agent ou du contrôle externe. Celle-ci explique en effet pourquoi l'objectif de la firme doit se limiter à la maximisation de la valeur actionnariale. Il s'agit de montrer qu'en tant que détenteur d'un titre de propriété, l'actionnaire doit bénéficier de l'intégralité des profits (résiduels), qui ne sont que la rémunération du risque, plus élevé, qu'il encoure en l'absence de toute protection contractuelle. Plus récemment, les tenants de ces approches ont renforcé cet argument traditionnel, en invoquant le bien fondé d'une gestion axée sur un objectif unique¹⁰, en termes d'efficacité.

A partir de ces postulats, diverses solutions sont proposées en vue de minimiser les coûts d'agence. La théorie de Jensen (1986) qui préconise le recours à l'endettement pour créer des contraintes qui empêchent les managers de dilapider les ressources disponibles de l'entreprise dans des projets non productifs en est un exemple. De même, le paradigme des *stock options*, s'inscrit dans la droite ligne de la thèse de la convergence d'intérêt et de la réduction des coûts d'agence par l'incitation. Le recours à cet outil, n'a cependant pas que des aspects positifs puisqu'il est susceptible d'engendrer d'autres conflits d'intérêt. En outre, ces effets sur les autres *stakeholders* demeurent nuancés. Cette première critique nous permettra d'analyser les propositions des approches larges du gouvernement d'entreprise basées sur le *stakeholder capitalism* (section 2).

Comme ces approches sont encore en cours d'élaboration, leur apport est d'abord basé sur la critique des arguments et autres hypothèses des modèles de gouvernance précédents. Les concepts utilisés actuellement pour exprimer la création de la valeur (EVA, MVA, ...etc.) sont assimilés à des moyens utilisés pour extraire, une rente, un super profit, dans la mesure où on exige des rendements qui dépassent le coût moyen pondéré du capital qui comprend déjà la rémunération du risque pris par l'actionnaire¹¹. Plus fondamentalement, le principe même de ce mécanisme est contesté, puisque produire des rentabilités qui surpassent le coût du capital suppose que les managers soient en mesure de battre le marché, ce qui semble illusoire sur le long terme (Lee et Verbrugge, 1996). La seconde critique concerne le statut de créancier résiduel qui ne serait pas, selon M.Blair (1995), un attribut exclusif de l'actionnaire puisque les

¹⁰ Qui est la maximisation de la valeur créée, ce qui n'est rien d'autre que l'objectif de la maximisation des fonds propres de la théorie néoclassique traditionnelle.

¹¹ A travers la prime de risque.

configurations du pouvoir au sein de la firme peuvent permettre ¹², dans certaines circonstances, à d'autres *stakeholders* d'accéder au profit résiduel. Dans ces conditions, la légitimité d'une gouvernance orientée vers la protection des intérêts des seuls actionnaires devient plus problématique. Les objectifs de la firme sont alors redéfinis par une meilleure prise en compte des intérêts de ses autres membres. A partir de certains attributs tels que le pouvoir et la légitimité, les *stakeholders* sont identifiés. Leur importance est alors déterminée en fonction du nombre d'attributs dont ils peuvent se prévaloir.

A partir de ces contours, des approches basées sur une autre vision de la firme sont proposées. Ces approches partenariales, en cours d'élaboration pour la plupart d'entre-elles, s'appuient essentiellement sur la critique des modèles de la *shareholder value*. Elles proposent une gouvernance axée sur la préservation du capital humain, première richesse de l'entreprise. Celle-ci passe d'abord par la sécurité de l'emploi (Pfeffer, 1998). Plus largement, les aspects sociaux (la défense de l'emploi, la formation interne, la réduction des barrières statutaires,...) sont au centre des approches larges du gouvernement d'entreprise. On aboutit à un schéma consensuel, où les performances financières ne peuvent être améliorées par le sacrifice des aspects sociaux. Cela s'apparente à la logique de fonctionnement des firmes françaises que nous étudions dans le troisième chapitre qui est coïncide avec le début de la seconde partie.

Cette seconde partie est consacrée à l'analyse de l'économie française du point de vue des modes de financement et de la gouvernance. Il s'agit, essentiellement, d'une tentative d'application des instruments théoriques présentés à l'économie française. Mais, contrairement à l'approche microéconomique de la première partie, notre démarche dans la présente partie est d'ordre macroéconomique. La théorie du gouvernement d'entreprise constitue, d'une certaine manière, un prolongement (et certainement une amélioration) de la théorie de la firme quelle enrichit par une approche multidisciplinaire ¹³. Son analyse suppose donc une approche microéconomique. A l'inverse, les T.O.F représentent, d'une certaine façon, une globalisation de cette réalité microéconomique à partir de l'agrégation des comportements des différents agents institutionnels. Le recours aux données du TOF pour analyser l'évolution des modes de financement des entreprises est fait dans un souci de représentativité. Nous estimons en effet plus pertinentes les conclusions tirées des tendances que donnent les TOF plutôt que d'utiliser un échantillon d'entreprises. Et dans la mesure, où nous faisons cette analyse en liaison avec l'étude de la stratégie de placement ou de financement d'autres agents institutionnels, l'usage des données des T.O.F offre une certaine cohérence de ce point de vue.

Dans le premier chapitre de cette seconde partie (chapitre 3) nous tenterons de mieux comprendre les modes de financement ainsi que la logique de fonctionnement des entreprises françaises pendant une longue période qui s'étend de 1946 au milieu des années quatre-vingt. Cette période offre, selon nous, une certaine homogénéité à bien

¹² Comme les augmentations salariales non-contractuelles obtenues suite à une mobilisation syndicale.

¹³ Même si dans notre recherche, nous nous sommes focalisés sur l'aspect financier, les autres aspects tels que le volet juridique se situant hors de notre compétence.

des égards. D'abord il faut signaler que la première vague de privatisations débute en 1986, et signe le coup d'envoi du recul de l'Etat dans le secteur productif. Celle-ci précède de peu le profond mouvement de réformes financières qui aboutira au décloisonnement et à la dérégulation du système financier français, élément important en faveur du développement de l'épargne longue¹⁴. Enfin, il faut noter également que c'est à partir de ces années, qu'est lancé le mouvement de dérégulation et de libéralisation de l'économie avec notamment la suppression du contrôle de change et de l'encadrement du crédit. Dans un premier temps, nous évoquerons le cadre macroéconomique de la période des pré réformes (section 1). Outre le contexte historique de l'économie française au lendemain de second conflit mondial, nous tenterons de voir les impératifs économiques de la période de reconstruction qui seront déterminants dans l'orientation de la politique économique hexagonale pendant au moins deux décennies. Malgré un début d'ouverture après la signature du contrat de Rome et dans les années soixante-dix, les entreprises françaises évolueront encore dans une économie largement protégée. Le secteur public qui était déjà très fort consolide ses positions à l'occasion des nationalisations décidées en 1981.

Durant toutes ces années, la politique volontariste et dirigiste de l'Etat constituera un élément important de cette économie mixte et la première inflexion n'intervint qu'en 1983 avec le tournant de la rigueur qu'illustre l'option prise en faveur du franc fort. De part l'importance considérable du secteur public, l'Etat réussit à étendre son influence sur l'ensemble de l'économie grâce à son emprise sur le secteur financier. Nous verrons, dans un deuxième temps, que cette configuration aussi bien que les orientations suivies par l'économie française ne seront pas sans incidences sur la gouvernance des firmes pendant cette période (section 2). Eu égard au rôle très marginal des marchés de capitaux dans le financement du secteur productif, et au caractère public du système financier, l'Etat se retrouve directement (par le biais du Trésor) ou indirectement (les banques) le principal bailleur de fonds des entreprises. Cette situation facilite l'identité de vue entre l'Etat industriel et l'Etat banquier. En outre, la convergence d'intérêts est également facilitée par l'homogénéité de l'élite sociale en charge des divers secteurs économiques. De ce fait, l'Etat actionnaire s'éclipse devant l'Etat investisseur. La réalité n'est pas très différente dans les entreprises du secteur privé. De part leur mainmise sur les financements (contrôle du crédit, système d'aides et de subventions), les pouvoirs publics n'ont pas de difficultés à contrôler ces firmes dont ils sont par ailleurs souvent actionnaires. A titre d'exemple, l'Etat commence par promouvoir certains acquis sociaux dans les administrations et au sein des entreprises publiques, et crée ainsi un effet d'entraînement contribuant ainsi à étendre ces acquis au secteur privé. Pour autant, les sociétés privées ne perdent pas toute marge de manœuvre. D'abord, elles profitent largement de l'indulgence de l'Etat actionnaire/créancier qui, contrairement aux actionnaires minoritaires, n'est pas exigeant en matière de performance financière. En contrepartie de son interventionnisme, l'Etat adopte également une attitude indulgente, voire complice envers les comportements et les positions monopolistiques de certains groupes industriels. Cette réalité illustre l'influence des grandes entreprises. Grâce aux réseaux d'influence de leurs managers, celles-ci arrivent souvent à détourner les

¹⁴ Ferrandier R., Koen V., (1997), *Marchés de capitaux et techniques financières*, 4^e édition, Economica, p.58

politiques publiques à leur profit.

Cette situation aboutit à l'instauration d'une gouvernance dominée par deux *stakeholders* importants, l'Etat et les hauts dirigeants. Conséquence de cette configuration, les objectifs de rentabilité financière sont relégués au second plan, loin derrière les performances industrielles et les revendications sociales. Grâce à la mainmise de l'élite administrative sur la direction des entreprises, ce modèle de gouvernance, gestion consensuelle et équilibre entre les *stakeholders*, acquiert une stabilité et une cohérence dans le cadre d'une économie relativement fermée et obéissant à une régulation keynésienne (Beitone et al, 1994). On est alors dans une situation typique d'approche partenariale représentative du *stakeholder capitalism*.

Mais à la veille de la première vague de privatisations en 1986, ce schéma allait être consolidé pour prévenir la déstabilisation des entreprises par ce changement de leur structure de capital. Les mécanismes de protection tels l'autocontrôle, les holdings, les double droits de vote pour les actionnaires de référence et les participations croisées, sont renforcés par les noyaux durs. Nous verrons que ces mécanismes ont permis aux firmes privatisées de collecter des capitaux tout en permettant à leurs dirigeants de rester à relativement à l'abri du contrôle externe.

Cependant à la faveur de la concurrence imposée par la mondialisation, un mouvement de déconsolidation des participations croisées et de cession des actifs non stratégiques, est lancé. Parallèlement, les parts de capital détenues par des investisseurs institutionnels, notamment les investisseurs non-résidents ne cessent de croître. Or ces agents se caractérisent d'abord par leur gestion patrimoniale. Cette évolution des modes de financement, induit de profondes recompositions des structures de capital, ce qu'*in fine* se traduit par une évolution des rapports de pouvoir au sein de la firme.

Pour mieux comprendre le sens de ces transformations, le dernier chapitre de cette thèse (chapitre 4) sera consacré à l'examen de l'évolution des modes de financement des entreprises françaises. Mais au préalable, nous analyserons le comportement financier de certains agents qui ont des répercussions directes ou indirectes sur le financement des entreprises. Il s'agit du financement de l'Etat et de la stratégie d'investissement et de placement des investisseurs institutionnels français et étrangers sur les marchés de capitaux de l'hexagone (Section 1). Le rôle de l'Etat dans l'économie française et le poids de la dette publique dans le PIB, rendent l'analyse du financement de cette dernière incontournable si on veut saisir pleinement le sens de l'évolution des modes de financement des entreprises non-financières. L'examen de la structure du passif de l'Etat montre un changement radical dans les ressources (hors impôts) collectées. La priorité donnée à la lutte contre l'inflation et les mesures prises en faveur de la promotion de l'épargne longue se traduisent par un effondrement du financement monétaire et des ressources liquides en général. Celles-ci sont compensées par progression ininterrompue des émissions sur les marchés monétaire et obligataire. Ce processus de modernisation de la gestion de la dette publique se traduira aussi par d'autres mesures telles la création de l'agence de la dette chargée de mettre en place tous les moyens et outils nécessaires à la réduction du coût de la dette. Les pouvoirs publics initient une nouvelle gouvernance de la dette qui outre sa gestion active et sa marchandisation comprend le respect des critères de Maastricht et donc la réduction des déficits, plus de transparence et une

diversification des sources de financement à travers son internationalisation. Dans le processus de la marchandisation de la dette de l'Etat, le sens de l'action des pouvoirs publics ne peut être saisi, en effet, sans prendre en compte la contribution d'un acteur privé important, en l'occurrence les investisseurs institutionnels étrangers ¹⁵.

Avant d'analyser la stratégie de cet agent, nous examinerons d'abord les placements des institutionnels français. Outre les banques, nous nous intéresserons aux Caisses d'Epargne et à la Caisse des Dépôts et Consignations, aux OPCVM et aux sociétés d'assurance. Nous ne focaliserons sur deux aspects. D'une part, nous chercherons à évaluer la part des valeurs mobilières dans le portefeuille des ces différents organismes et, de manière générale, la progression des placements marchands par rapport aux placements traditionnels, d'autre part, nous tenterons de voir la répartition des fonds investis sous forme de valeurs mobilières en terme de sécurité (placement en fonds propres ou en titres obligataires) et en terme de maturité (court, moyen et long terme). Cette répartition nous donnera un aperçu sur le degré d'aversion au risque de ces institutionnels. Nous verrons alors qu'en dépit d'une hausse de la part des valeurs mobilières dans leurs portefeuilles, les institutionnels français se distinguent des investisseurs non-résident par leur plus forte aversion au risque. Systématiquement, tous les institutionnels français, à des degrés divers, investissent plus en titres obligataires qu'en titres de propriété (actions) alors que leurs homologues étrangers se distinguent par une stratégie opposée. Certes, l'écart tend à se réduire entre les deux vecteurs en faveur des placements en fonds propres, néanmoins, la présence des non-résident au capital des firmes françaises demeure plus importante. Cette différence est accentuée du fait même de la surface financière, plus importante, de ces institutionnels étrangers tels que les fonds de pension anglo-saxons.

Au total, ces mutations dans les stratégies de placement des institutionnels et la modernisation de la gestion de la dette publique auront un impact non-négligeable sur l'évolution des modes de financement des entreprises (section 2). D'abord on note une nette amélioration des taux d'autofinancement, qui atteignent voire dépassent parfois les 100 % ce qui témoigne d'un net assainissement des bilans. En dehors des G.E.N (de moins au moins nombreuses) dont l'amélioration de l'autofinancement est obtenue au prix d'une nette baisse de leurs taux d'investissement, les autres entreprises augmentent leurs niveaux de fonds propres grâce aux capitaux levés sur le marché ¹⁶. D'ailleurs, l'analyse des financements externes corrobore cette hypothèse. On observe des évolutions structurelles qui se traduisent par une mobiliérisation croissante et continue des financements et une nette décrue du crédit dans le passif des entreprises. Même le crédit interentreprises, autrefois caractéristique des modes de financement des sociétés françaises, recule sensiblement. Ces traits majeurs mis à part, nous verrons que les émissions obligataires privées demeurent marginales, ce qui tend à confirmer l'aversion au risque, signalée précédemment, des institutionnels français qui détiendraient alors en majorité des titres de la dette publique.

¹⁵ A la fin 2000, ces institutionnels détiennent 28% de l'encours de cette dette publique française.

¹⁶ Ainsi qu'à l'amélioration de leur performance financière et au partage de la valeur ajoutée devenue plus favorable aux entreprises.

Enfin, l'examen des taux d'intermédiation de l'économie dans son ensemble, puis ceux des seules entreprises, au sens étroit comme au sens large, nous permettra d'apprécier l'ampleur de cette substitution des financements marchands au crédit bancaire traditionnel. Nous verrons dans quelle mesure cela reflète une transformation des structures de capital des firmes françaises. Si cette évolution se confirme, ses implications en matière de gouvernement d'entreprise ne tarderont pas à se manifester. Dans cette perspective, nous terminerons ce chapitre, et cette recherche, par un dernier point consacré à l'analyse des normes françaises en matière de gouvernance (section 3). Nous tenterons de mettre en exergue deux réalités qui semblent ambivalentes. D'un côté, nous verrons que les conseils d'administration continuent, dans une large mesure, à être inféodé à l'exécutif. Cela s'explique notamment par la pérennisation des modes de cooptation des administrateurs et des liens étroits entre la population d'administrateurs et celle des managers. D'un autre côté, les différentes opérations de restructurations tendent, au contraire, à montrer une ré appropriation des pouvoirs par l'actionnaire. Les événements récents sont significatifs à cet égard.

Première Partie. financement de la firme et gouvernement d'entreprise : une approche théorique

Introduction

La problématique du gouvernement d'entreprise désigne l'ensemble des outils et mécanismes, contractuels ou non, qui sont susceptibles d'assurer un fonctionnement optimal de la firme grâce à une meilleure gestion des conflits d'intérêts entre les divers *stakeholders*, ce qui entraîne une minimisation des coûts d'agence associés à ces conflits. Les problèmes les plus importants semblent être ceux rencontrés par les investisseurs. Du fait de la gestion déléguée de leurs capitaux, ces derniers encourent des coûts d'agence plus ou moins importants. En outre, l'insuffisance des mécanismes de contrôle au sein des entreprises conduit souvent à une atténuation des droits de propriété des financeurs au profit des managers.

Or, les développements « récents » de la théorie financière mettent en évidence l'existence de liens étroits entre les modes financement et le contrôle. Dans cette optique, nous analyserons dans un premier chapitre, les différents problèmes liés au financement

des entreprises d'un point de vue théorique. Nous commencerons par la théorie néoclassique traditionnelle de la neutralité de la structure financière. Les coûts potentiels de faillite et de détresse financière liés à l'endettement constitueront la première critique de la thèse de la neutralité de Modigliani-Miller.

Cependant, il faut attendre la mise en évidence de l'existence de conflits d'intérêt au sein de la firme pour montrer que le choix de la structure financière n'est pas sans incidence sur la valeur de la firme. En même temps qu'elle introduit une rupture radicale avec la conception néoclassique de la firme¹⁷, la théorie de l'agence donnera le coup d'envoi à de nombreux travaux théoriques sur les implications de choix alternatifs de structures financières¹⁸. Avec l'apport du paradigme de l'asymétrie d'information, ces travaux mettront en exergue, le rôle des modes de financement en tant que mode de gestion implicite des conflits d'intérêt au sein de la firme. Le recours à la dette, la participation des dirigeants au capital de « leur » société ou le rachat d'actions sont alors autant d'outils censés signaler la véritable situation de la firme au marché. Aussi important soient-ils, ces instruments ne pourront cependant pas résoudre tous les problèmes engendrés par l'imperfection de l'information et l'attitude opportuniste des dirigeants ou de certains actionnaires. Dès lors, l'accent sera mis sur le gouvernement d'entreprise comme une réponse plus appropriée aux dysfonctionnements de la firme. Conçu pour pallier les insuffisances des mécanismes contractuels (Hart, 1995), le gouvernement d'entreprise apparaît alors comme un mode de gestion explicite des conflits d'intérêts au sein de la firme. Mais, au-delà de cette précision d'autres interrogations subsistent. Elles concernent l'objet même du gouvernement d'entreprise. S'agit-il de mettre en place tous les outils et mécanismes à même de maximiser la rentabilité des fonds propres ou doit-on élargir cet objectif à la prise en charge de l'intérêt de l'ensemble des partenaires de la firme. Dans le cas où cette seconde option serait choisie, on peut se demander sur la base de quels critères doit-on définir les *stakeholders*. En d'autres termes, on peut se demander si certaines catégories d'*outsiders* tels les clients ou les fournisseurs font partie des *stakeholders* dont il convient de protéger les intérêts.

Ces aspects seront successivement développés dans le second chapitre. La première section traitera de la philosophie du capitalisme actionnarial. Fidèle à la conception néoclassique traditionnelle, celle-ci est basée sur la maximisation de la valeur des fonds propres. Les arguments en faveur de la défense de cet objectif sont néanmoins en partie renouvelés. L'accent est mis sur la création de la valeur. Celle-ci est considérée comme la seule véritable raison d'être de toute entreprise. Même si de nouveaux concepts¹⁹ sont galvaudés, cette création de valeur peut se résumer à l'obtention d'un rendement du capital supérieur à celui que procurent les placements sans risque. Mais dans la mesure où les entreprises sont soumises à l'évaluation permanente des marchés financiers, ce rendement doit être de plus en plus élevé pour espérer attirer les

¹⁷ En tant que « boîte noire » dont le comportement est calqué sur celui de tout autre agent individuel

¹⁸ Notamment la théorie du *free rider* de Grossman et Hart (1982), celle du free cash flow de Jensen (1986) ainsi que les nombreux autres travaux sur les contrat de dette depuis Ross (1977), Harris et Raviv (1990) ou encore Cho (1998) plus récemment.

¹⁹ Comme la M.V.A ou L'E.V.A

investisseurs et exploiter toutes les opportunités d'investissement existantes.

Pour atteindre cette finalité, les entreprises doivent alors se concentrer sur un seul et unique objectif, qui est la maximisation de la valeur des fonds propres, autrement dit, de la *shareholder value*. Les défenseurs de cette approche considèrent en effet que la dispersion des objectifs est synonyme d'une moindre efficacité. Cet argument est doublé de la notion de créancier résiduel qui fait de l'actionnaire, le « *stakeholder* » le plus exposé au risque contrairement aux autres partenaires, qui sont protégés par les contrats qui les lient à la firme. La maximisation de la valeur des fonds apparaît alors comme la contrepartie des risques encourus par les actionnaires. C'est donc tout naturellement que le gouvernement d'entreprise doit, dans cette optique, s'attacher à renforcer les mécanismes qui protègent les intérêts des actionnaires. Les risques d'expropriation sont d'abord le fait des managers qui cherchent souvent à s'enraciner, il convient, de ce fait, de mettre en place des mécanismes de contrôle et de sanction pour encadrer le comportement de ces agents et des incitations pour stimuler leurs efforts. On est alors dans le modèle du principal/agent.

Considérée comme une approche trop restrictive, cette théorie de la gouvernance est contestée par les auteurs appartenant au courant qu'on peut qualifier de *stakeholder capitalism*. Freeman (1984) considère ainsi que le *stakeholder* est « par «définition, tout groupe ou individu qui peut affecter ou qui peut être affecté par la réalisation des objectifs de l'organisation ». Partant de là, les intérêts de catégories tels que les employés et les salariés par exemple doivent figurer dans les objectifs assignés à la firme (Kesiger J.W. et Martin J.D., 1992). Même en introduisant le risque comme facteur discriminant dans la détermination du nombre d'acteurs qui peuvent se prévaloir de cette qualité de *stakeholder*, Clarkson (1994) dépasse facilement le cadre restrictif des actionnaires. De même, la critique des principes qui sous-tendent la valeur actionnariale conduit également à la redéfinition des objectifs de la firme dans un sens plus large.

En considérant que la notion de créancier résiduel n'est pas un attribut exclusif des actionnaires mais peut également s'appliquer à des partenaires tels que les salariés, M. Blair (1995) renforce cette théorie du gouvernement d'entreprise élargi aux *stakeholders*. Dans ce courant en construction, Mitchel, Aige et Wood (1997) tentent de donner des contours précis à cette *stakeholder theory*. Pour ce faire, ils établissent un « modèle » dans lequel figurent des attributs concrets comme le pouvoir, la légitimité et l'urgence. Leur combinaison permet de situer la position relative de chaque catégorie de *stakeholders*. Ce modèle met en exergue que les actionnaires sont loin d'être les seuls membres importants dans la mesure où leurs intérêts ne sont pas systématiquement plus légitimes que ceux de tous les autres *stakeholders*. De même, un actionnaire minoritaire qui devient actionnaire majoritaire ou, du moins, l'actionnaire de référence, n'aura pas le même pouvoir. Cet exemple montre que pour apprécier la position relative et les intérêts de chaque membre de la firme, il faut se placer dans une perspective dynamique. Cela signifie qu'on ne peut pas adopter une position statique à partir de laquelle on détermine les objectifs de la l'entreprise.

Plus généralement, la critique des modèles de la *shareholder value* (modèle du principal/agent, modèle du contrôle externe) conduit les partisans du *stakeholder capitalism* à redéfinir les objectifs de la firme, donnant ainsi naissance aux approches

partenariales, au sein desquelles, le gouvernement d'entreprise consiste à défendre les intérêts de la firme en tant qu'entité non réductible aux seuls actionnaires. La prise en compte des intérêts de l'ensemble des *stakeholders* est alors incontournable

Chapitre 1. de la neutralité de la structure financière à la répartition des pouvoirs entre financeurs et managers

Introduction

Avec la vague de déréglementations des économies à l'échelle mondiale, le débat sur les relations entre investisseurs et entreprises devient récurrent. Un aspect important de ce débat concerne le gouvernement d'entreprise. Sur le plan théorique, la question du « *corporate governance* », qui est certes une problématique multidimensionnelle, invite à revisiter la théorie de la firme. Dans cette perspective, nous verrons dans un premier temps les différents développements de cette théorie (section1). Il s'agit précisément de partir de la théorie néoclassique de la firme consensuelle. La critique de cette théorie par l'introduction de deux nouvelles hypothèses, que sont l'existence de conflits d'intérêt entre les dirigeants et les investisseurs (mais aussi entre différentes coalitions) ainsi que l'asymétrie de l'information, nous permettra de mieux comprendre l'importance de la structure du capital, ce qui revient à rejeter l'hypothèse de la neutralité de Modigliani-Miller. Les modes de financement ont donc des conséquences sur l'évolution des conflits au sein de l'entreprise et *in fine* sur sa valorisation. Mais comme toutes les dispositions contractuelles, les structures financières ont leurs insuffisances (tels les coûts de la dette) et ne peuvent de ce fait résoudre tous les problèmes. En prolongement des solutions financières, le gouvernement d'entreprise apparaît alors comme la réponse appropriée aux situations de conflits non prévues dans les dispositions contractuelles. Nous présenterons les premiers soubassements théoriques de la gouvernance (section2) avant de développer les principales approches du gouvernement d'entreprise dans le deuxième chapitre.

Section 1 : Evolution de la théorie de la firme et ses conséquences en termes d'approche du financement des entreprises

1) La neutralité de la structure financière en l'absence de conflits d'intérêt

Dans la tradition néoclassique (Modigliani F., Miller M., 1958, et Myers S.C Robichek A.A., 1965) et des modèles de la microéconomie financière notamment, la firme est assimilée à un agent individuel. En tant que tel, elle utilise des critères de décision qui lui sont propres au même titre que tout autre agent économique. La firme est considérée au mieux comme

une boîte noire. *"Et si on qualifie dans ce cas les décisions qui s'y prennent de décisions de compromis, on les traite néanmoins comme s'il s'agissait de décisions prises par un sujet unique ou un groupe unanime et on revient par conséquent au cas précédent."*(Cobbaut, 1994). D'autres travaux vont progressivement remettre en cause certains postulats de la firme walrassienne. Un siècle et demi après la critique d'Adam Smith (1776), qui notait déjà la négligence dont pourront faire preuve les mandataires dans la gestion des affaires de leurs mandants, l'ouvrage célèbre de Berle et Means (1932) ²⁰ donne naissance à la thèse du contrôle managérial. Deux aspects jusque là occultés par la vision néoclassique de la firme, sont clairement précisés :

- La multiplicité des catégories d'agents au sein d'une entreprise ; 1.
- La possibilité de conflits d'intérêt à l'intérieur d'une même entreprise. 2.

Enfin, la prise en compte du paradigme de l'asymétrie de l'information et du phénomène des conflits d'agence, permettra à de nouvelles approches de remodeler la théorie de firme ²¹. D'agent individuel, l'entreprise se transforme en un nœud de contrats (Alchian, et Demsetz, 1972, Jensen et Meckling, 1976) ou en une structure de gouvernance (Williamson, 1985). Dans cette perspective, nous tenterons d'analyser ces développements en nous focalisant sur les aspects financiers en liaison avec notre problématique de gouvernement d'entreprise.

1) Les propositions de Modigliani-Miller et leurs prolongements en terme de neutralité de la structure financière

a) La thèse de la neutralité de la structure financière (en l'absence de conflits au sein de la firme)

A la suite des travaux de Modigliani-Miller (1958), on a pris l'habitude de considérer que le choix d'une structure financière n'a aucune incidence sur la valorisation de la firme. On parle alors de neutralité de la structure financière. Ces travaux sont construits sur la base des hypothèses suivantes :

H1- les marchés de capitaux sont efficaces et sans frictions.

Cette hypothèse implique que le prix contient toute l'information. Celle-ci est alors gratuite et accessible à tous les investisseurs ²². De même, les coûts de transaction sur ces marchés sont inexistantes ;

H2- les entreprises émettent des titres financiers qui représentent soit des fonds propres, soit des dettes. Ces actifs sont divisibles, ce qui les rend accessibles à plusieurs

²⁰ Berle A., Means G., (1932), *The modern corporation and private property*, Macmillan, New York

²¹ C'est le cas notamment de la théorie de l'agence, de la théorie du financement hiérarchique, de la théorie des coûts de transactions et de la théorie des jeux.

²² Ceux-ci peuvent alors prendre des décisions « optimales » dans la mesure où ils sont supposés être des agents rationnels.

investisseurs ;

H3- les opérations de prêts et d'emprunt s'effectuent au même taux d'intérêt. Ce taux s'applique aux investisseurs comme aux entreprises ;

H4- le risque de faillite ou de défaillance est nul et les effets d'imposition sont ignorés ;

H5- le résultat est entièrement distribué.

A partir de ces hypothèses, Modigliani-Miller montrent que, dans un monde rationnel, le choix d'une structure financière n'a pas d'incidence sur la valeur de la firme. Pour ce faire, ils commencent par remettre en cause la conception qui a longtemps prévalu et selon laquelle, en raison de l'effet de levier, il existe pour l'entreprise une structure financière optimale au point où s'équilibrent les effets positifs et négatifs du levier.

Cette conception part de l'hypothèse que du fait de l'incertitude sur l'avenir, l'endettement présente pour la firme des caractéristiques paradoxales. D'une part, comme le montant des charges d'intérêt n'est pas lié au résultat d'exploitation, la différence entre ce que rapportent les investissements financés par l'emprunt et l'ensemble des charges, profite aux actionnaires. Ce profit est d'autant plus important que le taux d'endettement est élevé.

D'autre part, comme l'endettement entraîne pour la firme l'obligation stricte de payer des charges financières dont le montant est fixé *ex ante*, toute baisse de la rentabilité fait naître pour les actionnaires le risque de n'obtenir ni la rentabilité ni les dividendes attendus. Le risque qui est une fonction croissante du niveau d'endettement, limite le recours à cette forme de financement. En outre, du fait de ce risque, les actionnaires exigent un taux de retour sur fonds propres plus élevé. On peut alors se demander s'il n'existe pas de structure financière optimale qui allie risque et effet de levier. Pour Modigliani-Miller, dans une économie où les résultats sont actualisés à un taux qui reflète le risque, la méthode de financement n'a pas d'impact sur la valeur de la société²³.

Dans leur deuxième proposition d'une économie sans impôts, Modigliani- Miller montrent que la rentabilité anticipée sur fonds propres augmente avec l'endettement d'une façon linéaire. Puisque l'endettement accroît le risque des fonds propres, cette proposition conclut que les coûts des fonds propres sont une fonction croissante de l'endettement.

Soit Co : le coût du capital d'une entreprise représenté par le résultat anticipé pour les actionnaires et les créanciers rapporté à la valeur totale de l'entreprise avec

$$Co = Cp [P/(P+D)] + Cd [D/(P+D)] \quad (1)$$

²³ Dans cette proposition, Modigliani-Miller considèrent une économie sans impôts et sans coûts de défaillance et un marché parfait. Dans un tel environnement, qui exclut toute illusion monétaire ou financière, la valeur actuelle des revenus d'exploitation ne peut être affectée par un changement dans la répartition de ces revenus entre actionnaires et créanciers. Cette valorisation, est fonction seulement des conditions économiques qui déterminent le risque afférant à l'activité de cette entreprise. De ce fait, l'espérance de gain d'une action d'une entreprise endettée est la même que celle d'une entreprise non endettée supportant le même risque. Dans un cas comme dans l'autre, le coût du capital (exprimé respectivement par la prime de risque dans le cours de bourse et sur le taux d'intérêt débiteur) intègre ce risque encouru.

Avec

C_d : le taux d'intérêt de la dette

C_p : le taux de rentabilité exigé sur les fonds propres

D : la valeur de marché de la dette

P : la valeur boursière des fonds propres

L'expression n°1 indique que le coût du capital d'une firme est une moyenne pondérée du coût de la dette et celui des fonds propres. Cette proposition indique que la rentabilité exigée des fonds propres est une fonction linéaire du ratio d'endettement de la société. En multipliant les deux membres de l'égalité (1) par $(D + P)/P$.

On obtient

$$C_o (D + P)/P = C_p [P/(P+D)](P+D)/P + C_d [D/(P+D)] (P+D)/P$$

$$= C_p + C_d [D/(P+D).(P+D)/P]$$

$$= C_p + C_d (D/P)$$

$$\text{d'où : } C_o (D/P) + C_o = C_p + C_d (D/P)$$

$$\text{et } C_p = C_o + (C_o - C_d) D/P$$

$$C_p = C_o + (C_o - C_d) (D / P) \quad (2)$$

Cette expression du coût du capital conduit à la proposition n°2 de Modigliani-Miller, à savoir qu'en l'absence d'impôts et de coûts de défaillance financière, le rendement des fonds propres est une fonction croissante de l'endettement

Lorsque $C_o > C_d$, l'égalité (2) montre une augmentation des fonds propres avec une hausse du ratio de la dette

b) Les effets de la prise en compte de la fiscalité sur la neutralité de la structure financière

La prise en compte de la fiscalité et plus précisément du traitement fiscal différencié de la dette et des fonds propres amène les deux auteurs à rechercher si cet élément ne remet pas en cause l'hypothèse de neutralité de la structure financière. Dans un premier temps, Modigliani- Miller (1963) estiment que la valeur d'une société endettée est égale à celle d'une entreprise non endettée augmentée de la valeur actuelle de l'économie fiscale. Dans la mesure où cette économie augmente avec l'endettement, l'entreprise peut accroître sa valeur en substituant de la dette aux fonds propres. Cette proposition de Modigliani- Miller suggère un endettement maximal pour profiter de l'économie fiscale. Indirectement, cela revient à admettre que le choix d'une structure financière n'est pas sans incidence sur la valeur de la firme.

c) Le rôle de la fiscalité individuelle (1977) ou le retour à la thèse de la neutralité

Modigliani-Miller n'abandonnent pas l'hypothèse de la neutralité financière. En intégrant l'impôt sur le revenu des investisseurs, Miller revient sur la conclusion de 1963 selon

laquelle une entreprise plus endettée serait mieux valorisée. A cet effet, il montre que la fiscalité des personnes est un paramètre fondamental lors de l'analyse de la structure du capital des firmes. La prise en compte de la fiscalité sur les plus-values et les revenus des valeurs mobilières (fiscalité obligataire et fiscalité des dividendes) permet de mieux apprécier la valeur de l'entreprise en nuancant l'avantage que représenterait l'économie fiscale de l'endettement. Nonobstant les risques de défaillance ou de faillite²⁴ de l'entreprise, l'avantage d'un fort endettement, et par conséquent d'un effet de levier maximum, sera d'autant moins important que l'impôt personnel des revenus obligataires est élevé.

Considérons l'expression suivante qui donne l'avantage ou le gain du *leverage* en fonction des taux d'imposition :

$$G_l = [1 - (1-T)(1-T_p)/1-T_d] D_l \text{ avec}$$

G_l : gain du *leverage*

T : taux d'impôt sur les sociétés

T_p : taux d'imposition sur les revenus des actions

T_d : taux d'imposition sur les revenus des obligations

D_l : montant des dettes de l'entreprise

Le gain escompté de l'effet de levier varie en fonction de la variation des divers taux d'imposition :

- $T_p = T_d = 0$: Absence d'imposition, alors $G_l = 0$ c'est à dire que le *leverage* ne procure aucun avantage à l'actionnaire.

- $T_p = T_d$: Lorsque les obligations et les actions sont taxés au même taux, alors, on a $G_l = [1 - (1-T)]D_l = T.D_l$. Dans ce cas le gain des actionnaires, pris dans leur ensemble, correspond à l'augmentation de la valeur de la firme, conformément au modèle de 1963.

$T_p < T_d$: lorsque les revenus des actions sont moins taxés que ceux des obligations, l'avantage du *leverage* s'atténue et peut même devenir négatif. L'avantage pour les « propriétaires » de la firme endettée de la déductibilité des intérêts, est compensé par l'impôt plus important qu'ils doivent acquitter au titre des revenus des obligations. En effet, si l'impôt personnel sur les revenus des obligations est plus élevé que celui qui est appliqué aux revenus des actions, alors cela suppose que le rendement des obligations avant l'imposition doit être suffisamment important pour compenser ce différentiel d'imposition par rapport aux actions. Sans cette condition, l'investissement en obligations serait peu attractif. Si un relèvement des taux d'emprunt est nécessaire pour éviter un arbitrage en défaveur des obligations, il rend néanmoins le coût de l'endettement plus onéreux, ce qui diminue d'autant l'intérêt du recours excessif à ce type de financement.

Au total, selon Miller (1977), la valeur d'une entreprise endettée peut être supérieure, inférieure ou égale à celle d'une entreprise identique non endettée. Le résultat dépend de la relation entre le taux d'imposition sur les sociétés, le taux d'imposition des dividendes et la fiscalité obligataire. Ainsi, les entreprises s'endettent de façon à ce que les individus

²⁴ Rappelons que ces hypothèses ne figurent pas dans les différents modèles de Modigliani- Miller

imposés à un taux inférieur ou égal au taux de l'impôt sur les sociétés souscrivent des obligations, et les autres souscrivent des actions. L'analyse de Miller montre également que lorsque l'investisseur est imposable à un taux identique à celui de la firme, celle-ci est indifférente quant aux choix de sa structure de capital. Miller revient de ce fait sur les résultats de 1963 selon lesquels le recours à l'endettement est le moyen de maximiser la valeur de la firme. Ces nouveaux travaux l'amènent à réaffirmer la thèse de la neutralité financière énoncée dès 1958.

2) Les coûts de la détresse financière et la remise en cause de la neutralité financière

Les travaux qui s'inscrivent dans la lignée de ceux de Modigliani-Miller, sont construits sur des hypothèses fortes et qui peuvent parfois être considérées comme irréalistes. Les entreprises ne peuvent pas par exemple emprunter toutes et à tout moment aux taux sans risque²⁵. On peut également discuter les hypothèses de l'inexistence des coûts de faillite, d'information symétrique et d'objectif unique de la firme, à savoir la maximisation de la valeur des fonds propres. Dès les années 1970, quelques²⁶ travaux qu'on regroupe sous le nom de « théories de compromis », tentent d'explorer la possible existence de structures financières optimales. A partir d'un certain niveau d'endettement, la probabilité de faillite devient tellement élevée que la valeur actuelle des coûts de détresse financière²⁷ associés à un accroissement du taux d'endettement excède la valeur actuelle des économies fiscales induites par cet accroissement. Par conséquent, la valeur de marché de la firme décroît. Il est donc possible de déterminer une structure de capital optimale qui corresponde au point d'équilibre entre les coûts de détresse financière, les économies fiscales de l'endettement et les gains de l'effet de levier.

3) Critique radicale des présupposés théoriques de la firme néoclassique consensuelle

En dehors des coûts de faillite financière, les critiques les plus radicales concernent les bases mêmes de l'approche néoclassique du financement de la firme : D'une part, la définition restrictive de l'objectif de la firme limité à la maximisation de la valeur des fonds propres, semble fondamentalement assise sur une conception, elle-même contestable, de l'entreprise. Assimilée à une boîte noire et, au mieux, à une unité homogène, celle-ci n'est pas saisie dans toute sa complexité. L'approche néoclassique n'intègre pas notamment les conflits d'intérêts et les enjeux de pouvoir qui existent ou qui peuvent exister au sein des entreprises managériales. D'autre part, la prise en compte de la divergence d'intérêts possible entre actionnaires et créanciers permet par exemple de mieux discuter la légitimité de l'objectif de maximisation de la valeur des fonds propres, qui peut être obtenue, par simple transfert de richesse²⁸. Par ailleurs, la non-prise en compte de

²⁵ Selon Cobbaut R., (1994, p.371) cette hypothèse est à l'évidence d'un irréalisme total.

²⁶ Tels les travaux de Black et Scholes (1974)

²⁷ C'est à dire les coûts de faillite ou de réorganisation financière

l'asymétrie d'information entre *insiders* et *outsiders*, occulte le rôle central du dirigeant au sein de la firme. Enfin, la théorie néoclassique qui considère l'actif financier, notamment l'action, comme de simples instruments de placement, ignore les impératifs et les enjeux du contrôle et du pouvoir dans l'entreprise ainsi que leurs effets sur le processus de création de valeur.

L'ensemble de ces insuffisances a conduit les chercheurs à développer d'autres approches de la firme. En abandonnant les hypothèses les plus restrictives de la théorie financière néoclassique, ces « nouvelles » théories tentent de mieux appréhender les aspects organisationnels au sein de l'entreprise et leurs implications sur la création et la répartition de la valeur, en intégrant précisément à la fois les relations conflictuelles, les enjeux de pouvoir et les coûts de transaction.

II) Le rôle des modes de financement comme outils de gestion implicite des conflits

La vision contemporaine de la firme est basée sur les nombreux développements de la théorie des contrats. Outre certains acquis de l'approche néoclassique et ses prolongements par la théorie de l'équilibre des marchés financiers et du MEDAF, l'approche moderne de la firme s'est considérablement modifiée et enrichie des apports des théories de l'agence, de l'asymétrie de l'information, des droits de propriété et des coûts de transaction²⁹. C'est pourquoi, les aspects relatifs au choix des modes de financement et aux conséquences des choix des dirigeants sur la richesse (et le comportement) des membres de la firme qui constituent des éléments déterminants de notre problématique seront successivement abordés à travers ces théories³⁰.

1) La théorie de l'agence et la gestion des conflits d'intérêt

a) La théorie de l'agence : Une nouvelle approche de la non-neutralité de la structure financière

Dans la tradition néoclassique, l'entreprise est considérée comme un acteur individuel qui met en œuvre des critères de décision qui lui sont spécifiques. Rompant avec cette approche, la théorie de l'agence traite la firme comme une « fiction légale » qui sert de point focal à un processus organisationnel complexe où se confrontent des logiques parfois différentes et même conflictuelles. L'entreprise est alors assimilée à un nœud de

²⁸ La théorie des options montre comment l'action, titre de propriété détenu par les actionnaires et assimilée à une option d'achat sur l'entreprise, peut être revalorisée par des engagements plus risqués qui, à l'inverse, dévalorisent les titres de créance.

²⁹ Et plus récemment la théorie des jeux.

³⁰ Hormis certains développements qui ne constituent cependant pas le cœur de notre travail, notre ambition n'est en effet pas d'analyser exhaustivement les différentes théories de la firme. De ce fait, notre exposé ne reprendra que les éléments qui nous semblent utiles pour notre démonstration. Ainsi, nous ne ferons appel à la théorie des coûts de transaction que pour mieux mettre en exergue les concepts de « *stakeholder capitalism* » dans les chapitres et sections suivants.

contrats (Alchian et Demsetz, 1972, Demsetz et Meckling, 1976).

Son comportement est aussi comparable à celui d'un marché puisqu'il est souvent le résultat d'un processus d'arbitrage entre les intérêts des différentes parties³¹. Devant cette réalité, la théorie de l'agence vise à identifier toutes les situations de conflits potentiels en vue de proposer des contrats incitatifs susceptibles d'assurer un fonctionnement « optimal » de la firme. La neutralité des modes de financement énoncée par Modigliani-Miller signifie implicitement la neutralité du pouvoir de décision des managers³². Cette hypothèse suppose qu'ils aient un comportement passif et ignore donc la « latitude managériale » (Charreaux, 1996). Or dans ce nœud de contrats qu'est la firme, la répartition des ressources dépend d'une autorité, en l'occurrence le manager, qui se substitue à la coordination par le prix.

Le second aspect, à travers lequel la théorie de l'agence montre le rôle central des managers, réside dans la délégation de pouvoir dont ils bénéficient. Conformément aux définitions de Ross (1973) et de Jensen et Meckling (1976). Cette délégation de pouvoir est caractéristique des relations d'agence. Le principal (ou le mandant) et l'agent (le mandataire) ont des fonctions d'utilité distinctes qu'ils souhaitent maximiser. De ce fait, leurs objectifs ne sont pas nécessairement convergents.

La divergence des objectifs et des fonctions d'utilité du principal et de l'agent est une source de conflits latents au sein de la firme³³. L'incertitude qui subsiste en raison de l'imperfection de l'information sur les états de la nature et sur l'action de l'agent est alors susceptible de transformer ces conflits latents en conflits réels. Ces conflits sont la cause de coûts d'agence, qui sont d'autant plus élevés que l'asymétrie d'information est importante. Dès lors, les décisions de l'agent et notamment sa stratégie financière ne sont pas neutres sur la valorisation de la firme. Mieux, l'intégration de ces conflits d'agence devient un impératif majeur dans l'élaboration de la politique de la firme.

b) Conflits d'agence et politique financière de la firme

Selon la théorie de l'agence, la structure du capital dépend des coûts d'agence³⁴. Ceux-ci proviennent essentiellement des conflits d'intérêts qui peuvent opposer les managers aux actionnaires d'une part³⁵ et ceux-ci, alliés aux dirigeants, face aux créanciers d'autre part.

³¹ Qu'on désigne dans la littérature financière par *stakeholder*.

³² Ou du moins la neutralité des stratégies financières par rapport à la valorisation de la firme.

³³ Le conflit le plus connu est celui qui oppose les actionnaires aux managers. Mais, il existe également des problèmes d'agence entre les dirigeants actionnaires et les créanciers, ceux-ci endossant à l'occasion la qualité d'agents.

³⁴ Il faut préciser à ce niveau une hypothèse implicite sous jacente, à savoir que les firmes considérées ici sont de type « managériale ». Ce sont celles dans lesquelles les managers ne possèdent qu'un petit pourcentage du capital.

³⁵ Dont les conflits insiders/ outsiders lorsque les managers sont eux-mêmes propriétaires d'une fraction du capital

B₁) : LES CONFLITS ACTIONNAIRES /DIRIGEANTS

En vertu de leur qualité de créanciers résiduels, les actionnaires s'arrogent la totalité du profit résiduel. Les dirigeants dont la rémunération est préalablement fixée, peuvent alors fournir un effort minimal dans la gestion de la firme. Pour résoudre ce problème d'agence, deux solutions sont traditionnellement proposées afin obtenir l'adhésion des dirigeants aux objectifs des actionnaires.

Le premier réside dans la mise en place de contrats incitatifs à travers l'introduction 1. d'une rémunération variable. La variation de la rémunération en fonction des résultats obtenus, est supposée avoir un effet incitatif sur les managers pour qui la maximisation des profits de l'entreprise implique également la maximisation de leurs revenus. dans la rémunération totale. Ainsi, nombres d'études établissent une corrélation entre l'évolution de la rémunération des managers et les performances de l'entreprise [Murphy (1985), Jensen et Murphy (1990)], ses performances comptables [Jensen et Murphy (1985), Schmidt et Fowler (1990)], et sa croissance et/ou sa taille. Nous verrons ultérieurement que l'indexation du niveau de rémunération des dirigeants sur la taille de la société peut aller à l'encontre de la maximisation de la richesse des actionnaires. [Murphy (1985), Lambert, Larcker et Weigelt (1991)]. Ces conclusions sont en partie corroborées sur données françaises (Pigé B, 1994).

La participation des managers au capital de la société constitue le second vecteur à 2. travers lequel les actionnaires tentent d'obtenir une gestion efficiente de la firme de leur point de vue.

Selon la thèse de convergence des intérêts, soutenue initialement par Berle et Means (1932) et reprise par Jensen et Meckling (1976), plus le pourcentage de capital détenu par les managers est important plus ceux-ci travaillent à la maximisation des profits de la firme.

A l'opposé de cette approche, la thèse dite de l'enracinement, défendue entre autres par Morck, Schleifer et Vishny (1988) soutient qu'au-delà d'un certain seuil, les dirigeants ont plutôt tendance à mettre en œuvre des stratégies qui renforcent leur pouvoir sur la firme. Ce faisant, ces auteurs rejettent la thèse de neutralité de la structure financière prônée par Demsetz et Lehn (1985). Demsetz (1983) considère en effet la structure de capital comme une réponse endogène au processus de maximisation du profit.

La plupart des études empiriques concernant les entreprises américaines confirment la thèse de la convergence des intérêts. Néanmoins, les résultats diffèrent selon les indicateurs de performance retenus (rentabilité financière ou rentabilité économique, résultat comptable ou Q de Tobin ³⁶, ...) ou les managers considérés (exécutif au sens strict, le Conseil d'Administration, ...).

³⁶ Qui est le rapport entre les profits futurs d'une entreprise anticipés par les actionnaires et le coût de remplacement des actifs immobilisés. Comme le rappellent Martinet A-Ch et Silem A. (2000, p.429), la théorie de J.Tobin indique qu'il est toujours intéressant d'investir tant que le rapport est supérieur à 1. A l'inverse, si ce rapport est inférieur à 1, il est alors plus rationnel de désinvestir

En outre, certaines participations majoritaires conduisent souvent à des performances contestables ce qui tend à confirmer la thèse de l'enracinement des dirigeants³⁷. Mis à l'abri du marché des prises de contrôle, ces derniers sont alors susceptibles de privilégier les avantages de toute nature et autres prélèvements au détriment de la valorisation de la firme. Pour autant, l'effet de la structure de capital sur les coûts d'agence, et par extension, sur la valorisation de la firme n'est pas neutre.

Depuis près d'une quinzaine d'années, des études portant sur les contrats de dette³⁸, mettent clairement cela en évidence.

b_{1,1}) L'endettement comme moyen de réduction des coûts d'agence des dirigeants

L'augmentation du financement par dettes dans le financement total s'accompagne d'une hausse de la participation relative des dirigeants et donc d'une atténuation de leurs divergences avec les actionnaires. En outre, comme le notent Grossman et Hart (1992), si la liquidation de la firme est coûteuse pour les managers³⁹, alors la dette peut inciter ces derniers à travailler plus, à prélever moins de richesses, à prendre de bonnes décisions d'investissement, dans la mesure où un tel comportement réduit la probabilité de faillite. Pour sa part, Jensen (1986), considère, dans sa thèse *du free cash flow*, que la dette comme un moyen de discipliner les dirigeants. Dans la mesure où tout emprunt engage la firme à un remboursement ultérieur, sous peine de liquidation judiciaire, l'endettement apparaît comme un moyen de réduire la quantité de *cash flow* libre⁴⁰ laissé à la discrétion des managers. Ceux-ci auront alors moins de possibilités pour la poursuite d'objectifs personnels qui vont à l'encontre de la maximisation de la valeur des fonds propres. Cette idée sera partiellement reprise par Stulz (1990) dans ses recherches sur les conflits actionnaires /dirigeants. Dans son modèle, la dette apparaît comme l'instrument privilégié pour contraindre les dirigeants supposés vouloir toujours investir tous les fonds disponibles, y compris lorsque la distribution d'une partie des bénéfices est une solution plus rentable pour les investisseurs⁴¹.

³⁷ Ainsi, si la valeur d'une entreprise s'accroît avec l'augmentation de la part de capital détenue par les dirigeants avant de décroître lorsque cette part franchit le seuil des 50% du capital total de la firme (Stulz, 1988), cela ne fait que traduire la crainte des investisseurs de voir les dirigeants se soucier moins de la performance de la firme dès lors qu'ils sont à l'abri d'une prise de contrôle ou de toute autre sanction pour mauvaise gestion.

³⁸ On peut citer entre autres, Myers (1977), Myers et Majluf (1984), Jensen et Meckling (1986), Hart (1988), Harris et Raviv (1990 et 1991), Stulz (1990), Grossman et Hart (1992), Dewatripont et Tirole (1992). Plus récemment, on peut citer les travaux de Hart et Moore (1995), Berkovitch et Israel (1996), Zwiebel (1996), Bolton et Van Thaden (1998), Cho (1998).

³⁹ Parce que ceux-ci perdent alors les bénéfices du contrôle de l'entreprise ainsi que leur réputation sur le marché du travail des dirigeants.

⁴⁰ Il s'agit des *cash flows* disponibles une fois financés tous les projets à V.A.N positive.

⁴¹ Ce qui relève d'une stratégie d'enracinement. L'augmentation de la taille et les diversifications non induites par des logiques industrielles, s'accompagnent souvent d'une baisse de la lisibilité propice à cet enracinement.

Mais, au-delà de son rôle de garde-fou, la dette peut engendrer des coûts qui peuvent parfois s'avérer supérieurs à ses bénéfices, du fait des externalités qu'elle engendre notamment en termes de coûts de faillite.

b_{1.2}) Des externalités associées à l'endettement de la firme

Myers (1977) montre que, lorsque les firmes sont proches d'une situation de dépôt de bilan, les actionnaires ne peuvent avoir d'incitations à renforcer le capital de l'entreprise même s'il s'agit d'investir dans des projets rentables. En effet, dans ce cas, le retour sur investissement risque d'être capturé principalement par les créanciers. De ce fait, des niveaux élevés d'endettement aboutissent souvent à des rejets de la plupart des projets rentables, ce qui réduit d'autant la valeur de la firme. Dans ces conditions de détresse financière, Harris et Raviv (1990) montrent également que les dirigeants préfèrent toujours que la firme poursuive son activité alors même que sa liquidation offre une meilleure rentabilité aux investisseurs⁴². Ces conflits ne seront, là encore résolus, qu'au travers du contrat de dette. Lorsque l'entreprise ne peut faire face à ses engagements, et que les dirigeants ne peuvent poursuivre leur activité d'exploitation, alors, les créanciers peuvent demander la liquidation pour pouvoir récupérer tout ou partie de leurs créances.

Néanmoins, cette solution au conflit entre actionnaires et managers entraîne des coûts de production de l'information nécessaire préalablement à la prise d'une décision sur la mise en faillite ou non de l'entreprise. Ces coûts peuvent être élevés dans la mesure où une telle décision est difficile à prendre avant qu'une défaillance soit constatée. Or le plus souvent, une situation de défaut s'avère d'autant plus coûteuse que des ressources ont été dépensées pour la déterminer, la valeur liquidative de la firme étant indépendante de tels coûts d'investigation. On utilise alors la structure du capital comme un indicateur de la santé de l'entreprise. Ainsi, en présence de difficultés, un niveau d'endettement élevé améliore la décision de liquidation puisqu'il rend une défaillance de l'entreprise plus vraisemblable. Le modèle de Harris et Raviv (1990) prévoit que les firmes à valeur liquidative élevée et à faibles coûts d'investigation auront plus de dettes et seront plus susceptibles de tomber en faillite. De telles entreprises auront une valeur de marché supérieure à celles d'entreprises similaires mais à faible valeur liquidative. *A contrario*, la probabilité qu'a une entreprise tombée en faillite d'être restructurée, est inversement proportionnelle à sa valeur liquidative.

Au total, la solution à ce problème d'agence entre dirigeants et actionnaires réside dans le choix d'une structure financière " optimale " qui, au sens de Harris et Raviv, se trouve au point d'équilibre entre des décisions de liquidation appropriées et les coûts d'investigation associés à de telles décisions. Stulz (1990) préconise la même voie pour résoudre le conflit d'intérêt entre actionnaires et managers, mais, la structure financière optimale doit correspondre à un point d'équilibre entre les bénéfices de la dette, que constituent les économies réalisées par le rejet d'investissements non rentables ou à V.A.N négative, et les coûts de rejet de projets rentables ou à V.A.N positive. Ainsi, on

⁴² Cela est notamment le cas dans des situations où la défaillance de l'entreprise n'a pas encore été constatée. Jusqu'à l'annonce de la cessation des paiements, les managers ne procèdent pas à la liquidation de leur entreprise même si cette solution présente l'avantage d'une meilleure valorisation des actifs de la firme par rapport à une poursuite de l'activité.

constate que de nombreux auteurs voient dans une structure financière à base d'endettement une solution possible à certains problèmes d'agence. Il faut toutefois souligner, que l'utilisation du contrat de dette pour atténuer les divergences d'intérêts entre actionnaires et managers peut aussi se révéler problématique et créer d'autres conflits entre actionnaires et créanciers cette fois. En effet, les actionnaires peuvent être séduits par le choix d'investissements risqués, ce qui va alors à l'encontre des intérêts des créanciers.

B₂) LES LIMITES DE L'ENDETTEMENT ET L'APPARITION DES CONFLITS D'INTÉRÊTS ACTIONNAIRES /CRÉANCIERS

Le contrat de dettes ne confère pas le statut de créanciers résiduels aux prêteurs qui, de ce fait, disposent de moyens limités pour contrôler l'activité de la firme. Or leurs intérêts ne convergent pas souvent avec ceux des actionnaires. Plusieurs aspects relatifs aux politiques d'investissement de la firme et à ses modes de financement peuvent opposer ces deux catégories de contractants. En matière de stratégie d'investissement, les prêteurs peuvent être victimes d'une politique d'investissements risqués ou au contraire d'un sous investissement ;

lorsqu'une entreprise a le choix entre plusieurs projets d'investissement, les actionnaires ont toujours intérêt à choisir les projets les plus rentables qui sont aussi les plus risqués. En effet, en cas de succès, les actionnaires auront tous les profits nets. A l'inverse, si cette stratégie échoue, les conséquences seront supportées par les prêteurs tandis que, les pertes des actionnaires qui ont un portefeuille diversifié seront limitées⁴³. Ce phénomène, connu sous le terme de substitution d'actifs, se traduit par la tendance des actionnaires à détenir des actifs qui accroissent la variabilité des cash flows de la firme en contrepartie de risques plus élevés. Ce comportement s'explique par la position même des actionnaires par rapport aux prêteurs qui équivaut à détenir des « call » ou options d'achat, sur les actifs de la firme. De tels investissements, se traduisent par une baisse de valeur de la dette et un transfert de richesses des créanciers vers les actionnaires⁴⁴.

Ce transfert sera d'autant moins important que les prêteurs anticipent ce comportement futur des actionnaires. Cette tendance des actionnaires à choisir de mauvais projets d'investissement a un coût qu'ont identifié Jensen et Meckling (1976). Il s'agit d'un coût d'agence de la dette appelé le coût de substitution des actifs ;

dans le même ordre d'idées, les prêteurs peuvent assister à une baisse de valeur de leurs créances lorsque la firme s'engage dans une politique de sous investissement consistant à rejeter des projets à V.A.N positive dont le retour sur investissement est jugé insuffisant⁴⁵. Sachant *a priori* qu'il existe des états de la nature dans lesquels la firme se mettra dans des situations de désinvestissement, les prêteurs adapteront en

⁴³ Elles seront limitées à leurs apports, étant donné qu'en vertu même de leur statut, les actionnaires d'une société anonyme n'ont qu'une responsabilité limitée (*Limited liability*).

⁴⁴ Harris M., Raviv A., (1991), « the theory of capital structure », *Journal of finance*, vol 46, n°1, p.301

conséquence le prix de leurs créances. Cependant, divers autres conflits d'intérêts peuvent opposer les actionnaires aux managers ou aux créanciers. Ces conflits seront d'autant plus compliqués que l'asymétrie de l'information entre les différents membres de la firme est élevée.

2) Asymétrie de l'information et conflits d'intérêt au sein de la firme

a) La problématique de l'asymétrie de l'information

Dans son étude du marché de voitures d'occasion, Akerlof (1970) a mis en évidence l'existence d'une asymétrie de l'information entre les acheteurs et les vendeurs. Pour éviter de faire face à des problèmes de mévente et maximiser les revenus de leurs ventes, les propriétaires des voitures de mauvaise qualité vont aligner leurs prix sur ceux d'autres vendeurs, qui eux, proposent des voitures de meilleure qualité. Les acquéreurs qui n'ont pas cette information et qui sont dépourvus de compétences techniques pour distinguer les bonnes occasions des mauvaises, sont dès lors victimes de cette asymétrie d'information.

De manière générale et selon la nature du contrat, on relève deux situations d'asymétrie d'information. Ainsi, dans une relation de crédit, le prêteur se trouve dans l'incapacité d'évaluer correctement la qualité de l'emprunteur ⁴⁵ au moment où celui-ci formule sa demande de prêt. Il peut par conséquent être victime d'une sélection adverse. Dans ce même contrat, l'emprunteur peut opter pour des projets plus risqués que ceux présentés à l'appui de sa demande de crédit. Ce faisant, cet emprunteur peut accroître ses espérances de gains, mais en même temps, il augmente ses risques de faillite ainsi que les pertes potentielles du prêteur. Ce dernier est alors dans une situation de hasard moral, induite par le comportement opportuniste de son client. Au sein de la firme, l'asymétrie d'information entre *insiders* et *outsiders* peut être dissuasive pour les investisseurs externes. Pour remédier à ce problème, les dirigeants tentent de se signaler au marché par le biais de la structure financière et du mode de financement.

b) Asymétrie d'information, structure de capital, politique financière et signalisation

La théorie financière de la signalisation a pour objet d'analyser les problèmes dus à l'imperfection et à l'asymétrie d'information qui peuvent caractériser les marchés financiers. L'hypothèse de base de cette théorie est que les agents internes à l'entreprise (les *insiders*), en particulier les managers détiennent des informations sur l'entreprise, sa santé financière, ses perspectives à moyen et long terme,...que les agents externes à l'entreprise (*outsiders*) n'ont pas. Partant de là, cette théorie tente d'explorer les diverses solutions susceptibles de réduire les inefficiences sur lesquelles peuvent déboucher des

⁴⁵ Notamment lorsque les V.A.N de ces projets sont égales ou inférieures à la valeur actuelle des dettes. Les créances n'étant pas échues, les prêteurs ne peuvent pas prendre le contrôle de la firme pour réaliser ces projets

⁴⁶ Dans certaines situations, le prix, en l'occurrence ici le taux d'intérêt, ne suffit pas à dissuader les mauvais emprunteurs.

décisions basées sur des informations imparfaites ou asymétriques. Dans ce cadre, les agents informés doivent émettre des signaux sur le marché pour informer l'ensemble des *outsiders*⁴⁷. Le choix d'un mode de financement, à travers le choix de la variable structure de capital, constitue à cet égard l'un des canaux privilégiés par le biais duquel les managers essaient d'expliquer le sens de leurs décisions d'investissement et leur stratégie de gestion aux investisseurs.

La structure de capital, variable de décision des dirigeants, peut être utilisée par ces derniers pour se signaler sur le marché. Cette approche a été suggérée pour la première fois par Ross (1977) qui démontre que les dirigeants peuvent utiliser le niveau d'endettement pour signaler les perspectives de développement de la firme. Dans ce modèle, les managers, qui doivent au travers de chaque décision, maximiser leur utilité individuelle, sont incités à révéler l'information qu'ils détiennent dans la mesure où existe un système de rémunération et d'intéressement qui leur est destiné. En dépit de ces incitations à révéler leurs informations privées, les managers « ayant de bonnes perspectives » risquent d'être confrontés à un autre problème : celui d'être imités dans leur démarche de signalisation par les managers d'entreprises risquées et à faible potentiel de développement. De ce fait, pour être crédible, un signal doit être coûteux.

B₁) L'ENDETTEMENT COMME SIGNAL DE QUALITÉ : LE MODÈLE DE ROSS ET SES PROLONGEMENTS

Cette approche a été développée par Ross (1977) puis par De Angelo et Masulis (1980) et Grossman et Hart (1982) qui insistent sur les potentialités de l'entreprise qui investit (b_1) mais aussi par Leland et Pyle (1977) qui mettent plutôt l'accent sur l'engagement des managers dans le capital comme preuve de la qualité de leur signal (b_2)

Dans le modèle de Ross (1977), l'endettement est un signe que l'entreprise a des projets d'investissement prometteurs. Cela signifie qu'une firme qui a de meilleures perspectives devrait émettre plus de dettes sachant que la rémunération des managers est conditionnée par le niveau d'endettement⁴⁸. Les dirigeants des firmes qui n'ont que des projets d'investissement dont la V.A.N est négative ne vont pas recourir au même niveau d'endettement. En effet, cela accroît la probabilité de faillite de leurs firmes. Or dans ce cas, ils se verront appliquer la pénalité prévue pour de telles circonstances. Outre les pertes financières celle-ci peut aller jusqu'à la perte de leur emploi. Selon Ross (1977), la valeur de la société augmente avec le levier et l'importance des coûts de faillite réduit la dette et la probabilité de défaut.

De Angelo et Masulis (1980) et Grossman et Hart (1982) prolongent cette réflexion. Dans ces modèles, la pénalité est également suffisamment dissuasive pour empêcher les dirigeants des sociétés de « moins bonne qualité » d'imiter ceux des sociétés de meilleure qualité en matière d'endettement.

⁴⁷ Qu'ils soient déjà liés ou pas à la firme.

⁴⁸ On considère dans le modèle de Ross (1977) que les managers sont des agents rationnels qui agissent avant tout pour maximiser leur intéressement. Cependant, ils n'ont pas intérêt à émettre des signaux fallacieux pour profiter des décalages de cours puisque étant qu'*insiders*, ils n'ont pas le droit de faire des opérations sur les titres de leurs firmes.

Ainsi, Diamond (1986) montre que la défaillance aux engagements révèle la qualité de l'emprunteur, provoque l'arrêt du crédit et réduit les incitations de l'entrepreneur à entreprendre des projets risqués ⁴⁹. Par ailleurs, d'autres approches de la résolution ou de l'atténuation des problèmes d'asymétrie de l'information par le biais de la structure du capital sont proposées par les modèles basés sur l'aversion au risque. Dans ce cadre, nous examinons le modèle de Leland et Pyle (1977).

B₂) LA PARTICIPATION AU CAPITAL COMME GAGE D'IMPLICATION : LE MODÈLE DE LÉLAND ET PYLE

L'hypothèse centrale de Leland et Pyle (1977) est que la qualité d'une firme est signalée par la fraction de fonds propres que se réservent ses managers. Ce signal est coûteux ⁵⁰, dans la mesure où il s'accompagne d'un coût d'opportunité lié à la sous-diversification du portefeuille des dirigeants. Comme ces derniers sont averses au risque, la valorisation de la firme sera une fonction croissante de l'endettement. Le financement par dettes augmente mécaniquement la part relative des managers dans le financement total. En ce sens, elle constitue un signal positif pour le marché d'autant plus qu'il se traduit également par la réduction du montant du capital à risque émis ou à émettre.

Dans le prolongement des travaux sur la signalisation à travers la structure le rachat d'actions est censé représenter un autre vecteur de réduction de l'asymétrie d'information entre managers et investisseurs.

B₃) LE RACHAT D'ACTION : PORTÉE ET LIMITE D'UN SIGNAL

b_{3.1}) Les motivations des opérations de rachat d'actions

Parmi les aménagements possibles de la structure du capital, le rachat d'actions constitue, pour les managers, un autre canal qui leur permet de transmettre des informations sur le marché. Ce signal peut servir à réduire l'asymétrie d'information concernant la firme entre *insiders* et *outsiders*. Néanmoins, le sens de ce signal n'est pas toujours univoque. L'offre de rachat peut en effet être motivée par le fait que les managers estiment les actions de la firme sous-évaluées. Dans ce cas, le rachat sert à communiquer cette information aux *outsiders*. Les dirigeants qui sont supposés agir dans l'intérêt des actionnaires en place permettent alors à ces derniers de profiter de cette décote ⁵¹. Vermaelen (1981) donne diverses explications liées au phénomène du rachat d'actions. La signalisation, les incitations fiscales, l'effet de levier de l'endettement et les transferts de richesse des obligataires vers les actionnaires ou d'un groupe d'actionnaires vers un autre, sont autant de motifs potentiels pour un rachat d'actions. Une entreprise que ses managers jugent peu endettée ⁵² peut lancer un programme de rachat d'actions,

⁴⁹ Ce qui revient à dire que ces dirigeants n'émettent pas de faux signaux en recourant à l'endettement.

⁵⁰ Donc difficile à imiter

⁵¹ Même si comme nous l'avons vu précédemment, les actionnaires qui souscrivent au rachat profitent plus de cette opération.

modifiant ainsi le rapport dettes /fonds propres en vue de bénéficier plus largement des avantages fiscaux de l'endettement. De même, une entreprise qui a la possibilité de payer un dividende exceptionnellement élevé à ses actionnaires ⁵³, peut pour des considérations fiscales ⁵⁴ préférer le rachat d'une part de son capital.

Par ailleurs, si l'emprunteur procède à un rachat non anticipé par le marché d'une partie de son capital, il réduit de fait la valeur du gage présenté aux créanciers ⁵⁵. Ces derniers subissent alors un transfert de richesse au profit des actionnaires. Ce transfert peut également se produire entre les actionnaires eux-mêmes. Pour des considérations de contrôle ⁵⁶, des actionnaires *insiders* peuvent décliner l'offre de rachat. Dans cette hypothèse, ils subissent un coût d'opportunité d'autant plus important que la prime de rachat est élevée. On assiste alors à un transfert de richesse des actionnaires ayant conservé leurs titres au profit de ceux qui ont souscrit au rachat ⁵⁷. Etant donnée les diverses raisons qui peuvent sous-tendre les opérations de rachat d'actions, la signification d'un tel signal revêt une importance capitale tant pour les managers que pour les investisseurs.

b_{3.2}) Portée et limites du signalement par rachat d'actions

Pour que le rachat d'actions profite à l'ensemble des actionnaires, le rebond des cours du titre de la firme doit être significatif et durable. Partant du fait que les managers sont mieux informés et donc plus à même de déterminer la valeur de la firme ⁵⁸, le marché peut accueillir favorablement l'opération de rachat d'actions. Celle-ci sera considérée comme une marque de confiance dans les perspectives de la firme. Ainsi, le lancement,

⁵² Par rapport notamment aux entreprises du même secteur, aux perspectives de croissance ou encore au niveau des taux d'intérêt réels lorsque ceux-ci sont bas.

⁵³ Avant une opération de fusion ou simplement par absence de projets d'investissement à V.A.N positive ou ayant une rentabilité suffisante eu égard aux exigences des investisseurs. L'initiative du groupe néerlandais Uniliver est considérée par les analystes comme un signal adressé par le management de cette société à ses actionnaires pour leur signifier l'impasse de la stratégie visant à réaliser un retour sur fonds propre élevé (de l'ordre de 15%) à chaque exercice (Vie française, Mars1999)

⁵⁴ Dans ce scénario, le produit pour les actionnaires sera taxé au taux applicable aux plus-values généralement inférieur au taux d'imposition des dividendes.

⁵⁵ Cette attitude s'apparente à un comportement opportuniste de l'emprunteur qui sera d'autant plus dommageable pour les créanciers que ce rachat est perçu comme un signe de manque de perspectives pour l'entreprise. De ce fait de nombreux contrats obligataires comportent des clauses qui prohibent ou limitent le recours au rachat d'actions.

⁵⁶ Tel que le maintien d'une représentation dans le conseil d'administration ou dans le conseil de surveillance de la firme.

⁵⁷ Celui-ci peut être atténué par une éventuelle appréciation des actions de la firme lorsque la réduction du capital entraîne un relèvement automatique du bénéfice net par action

⁵⁸ Persons J.C., (1997), « Heterogenous shareholders and signaling with share repurchases », *Journal of corporate finance* n° 3, p.222 (pp.221-249)

au plus profond de la crise asiatique (1997), par IBM d'un large et ambitieux programme de rachat de ses propres actions a constitué un signal fort pour Wall Street, alors à son plus bas niveau annuel. Cet impact a été considérable puisque le redressement d'IBM a engendré un sentiment de confiance qui s'est propagé à beaucoup d'autres firmes⁵⁹ et compartiments du marché. La stabilisation, puis la remontée de la bourse américaine⁶⁰ a eu le même effet (positif) d'entraînement sur les bourses européennes et les marchés émergents.

Ce rôle stabilisateur des opérations de rachat de capital, s'explique par le contenu informationnel de ces messages. Dans la mesure où le rachat d'actions entraîne des coûts élevés pour la firme, son utilisation révèle une plus grande asymétrie d'information au sein de la firme⁶¹. Si les dirigeants y recourent, ils estiment que les effets positifs attendus d'une telle opération, en l'occurrence la réévaluation des cours consécutive à la réduction de l'asymétrie de l'information avec les *outsiders*, excèdent les coûts qu'elle entraîne. Dans le cas d'une faible asymétrie d'information, les managers peuvent se limiter à des signaux plus simples tels que la distribution de dividendes (Pearsons, 1997). Pour autant, le rachat de ses propres titres n'est pas toujours synonyme d'une bonne santé de la firme. En dehors des motivations d'autocontrôle⁶², le rachat d'actions peut signifier l'absence de projets d'investissement rentables et la raréfaction des possibilités d'expansion. Certains managers justifient ces opérations par l'impératif de création de valeur⁶³. Des plans de stock options, dont ils sont les premiers bénéficiaires, sont souvent associés à ces rachats de titres. Cet argument de création de valeur qu'on associe aux opérations de réduction du capital, appelle quelques remarques :

- Dans la mesure où la croissance de la part du marché constitue pour une entreprise la première source de création de valeur⁶⁴, le rachat d'actions, en réduisant le montant des fonds investis peut freiner durablement⁶⁵ la progression du chiffre

⁵⁹ Certaines d'entre elles ayant également, dans la foulée d'IBM, lancé des programmes de rachat d'actions en vue d'exploiter ce creux du marché.

⁶⁰ En sa qualité de marché Directeur mondial

⁶¹ Dans le sens où les dirigeants signalent à travers ce geste que le marché ne valorise pas entièrement leur perspective de développement.

⁶² Qui deviennent de plus en plus strictement réglementées.

⁶³ Ce vocable renvoie généralement à la valeur actionnariale. Elle correspond à la valeur des cash-flows futurs de l'entreprise, actualisée au coût moyen pondéré du capital moins la dette. Il ne s'agit donc de rien d'autre que de maximiser la rentabilité des fonds propres.

⁶⁴ A périmètre constant, la création de valeur provient des gains de productivité qui augmentent la rentabilité du capital. Comme ces gains ne sont pas extensibles à l'infini, la création de valeur suppose également une croissance permanente du chiffre d'affaires.

⁶⁵ En particulier lorsque cette pratique est relativement fréquente.

d'affaires et par conséquent peser négativement sur la création de valeur ;

- En outre, la valeur supposée d'un rachat de titres profite inégalement aux membres de la firme. Si les actionnaires voient dans leur ensemble leur richesse augmenter à la suite de cette stratégie de réduction du capital, les créanciers et les salariés peuvent au contraire tout perdre au cours d'une telle opération⁶⁶. Même lorsqu'on se situe dans le paradigme d'un objectif de la firme restreint à la maximisation de la valeur des fonds propres, la stratégie de rachat d'actions peut conduire à des distorsions. Outre le phénomène de transfert de richesse évoquée précédemment⁶⁷, les *insiders* bénéficiant des plans de stock options profitent plus largement de ces opérations ;
- Enfin, le contenu informationnel d'une opération de rachat de titres n'est pas toujours aisé à décrypter et doit être analysé en liaison avec les perspectives de l'entreprise et l'objectif des dirigeants.

Au-delà de l'ajustement des cours à court terme, la création de valeur doit être appréciée surtout sur le long terme. Certains auteurs considèrent en effet que le rachat d'actions ne crée pas fondamentalement de la valeur sauf en des rares circonstances où l'entreprise retrouve sa capacité d'innovation⁶⁸. Il convient dès lors de reconnaître les limites de la contribution de ce type d'opération à la création de valeur.

Dans une autre optique, une explication différente des implications de l'asymétrie de l'information sur les modes de financement et sur la structure du capital est donnée par la théorie du financement hiérarchique. Les modes de financement offrent alors des informations différentes sur l'état de la firme et la qualité de ses projets d'investissement.

c) L'interaction des décisions de financement et d'investissement : La théorie du financement hiérarchique

Depuis longtemps, certains auteurs avaient suggéré de prendre en compte l'interdépendance entre les décisions d'investissement et les décisions de financement (Cobbaut R., 1994). Pour la première fois en 1984, Myers et Majluf introduisent cette hypothèse dans un modèle de signalisation, dans lequel les *insiders* estiment la valeur future de la firme ainsi que celle des projets qu'elle pourrait entreprendre. Ces auteurs montrent que le marché évalue les actions d'une société de manière incorrecte lorsqu'il sait que les managers disposent d'une information privilégiée. Dans ce contexte, lorsque la société décide d'émettre de nouvelles actions pour financer les projets, la sous-évaluation de ces titres peut être importante. De ce fait, la firme peut être amenée à rejeter un projet d'investissement alors même que celui-ci présente une V.A.N positive.

⁶⁶ Pour remédier à ce problème de sous-investissement, les dirigeants vont établir un ordre de priorité dans les modes de financement : le financement interne sera préféré à toute autre forme de financement externe. Lorsque l'auto-financement s'avère insuffisant, la firme recourt à l'endettement avant d'envisager une éventuelle augmentation de capital en dernier ressort⁶⁹.

⁶⁷ Des actions gratuites sont attribuées aux salariés et les actionnaires qui participent à l'offre.

⁶⁸ Gary H., (1998), « Strategy innovation and the quest for value », *Sloan Management Review*, winter, p.8

financement hiérarchique de Myers ou « *Pecking order theory* ». Les implications de cette théorie sont les suivantes :

Une baisse des cours de l'action d'une entreprise intervient lorsque celle-ci annonce une augmentation de capital pour financer de nouveaux projets. En revanche, une opération d'autofinancement ou une émission de dettes non risquées n'entraîne aucune réaction du marché. Cela s'explique par le fait que ces deux modes de financement ne transmettent pas d'information particulière⁷⁰. Les études empiriques aboutissent à des résultats ambivalents quant aux prédictions de la théorie du financement hiérarchique. Globalement, la réaction négative du marché à l'annonce d'une augmentation du capital est confirmée⁷¹. Cette dépréciation des cours des actions est d'autant plus prononcée que l'émission est importante (Asquith et Mullins, 1986, Krasker, 1986, Myers, Majluf, Korajczyk, 1990). Néanmoins, le problème de sous-investissement est moins prononcé après l'annonce par l'entreprise de l'information sur ses bénéfices.

A l'inverse, certains auteurs tels Brennan et Kraus (1987) élaborent des modèles dont les règles de décisions s'avèrent incompatibles avec la théorie du financement hiérarchique. Ils donnent l'exemple de firmes de deux types A et B initialement endettées. Pour réaliser de nouveaux projets d'investissement, les deux types de firmes procèdent à une augmentation de capital. Cependant, les firmes de type A émettent des actions pour un montant qui leur permet à la fois de financer leurs nouveaux projets et de racheter une partie de leur dette, les firmes de type B se limitant au financement de leurs nouveaux projets. Consécutivement à ces opérations, la dette des entreprises de type A devient automatiquement moins risquée que celle des firmes de type B. Les auteurs démontrent alors que les firmes de type A n'imitent pas les firmes de type B parce qu'une telle stratégie entraîne une sous-évaluation de leurs titres. De même, les firmes de type B n'imitent pas les entreprises de type A dans la mesure où la prime de risque sur leur dette excède les bénéfices qu'ils engrangeraient de la vente d'actions, même si celles-ci sont en l'occurrence surévaluées. A l'équilibre, les deux types de firmes émettent des actions et réalisent les projets d'investissement de V.A.N positive. Cet équilibre diffère de celui prévu dans pareils cas par Majluf et Myers. Ce scénario va à l'encontre des enseignements de la théorie du financement hiérarchique puisque dans cette approche l'émission d'actions n'est considérée comme un signal négatif que si une partie du produit de l'émission n'est pas destinée à racheter de la dette.

Partant d'une démarche analogue, Constantinidies et Grundy (1989) concluent à une augmentation des cours à l'annonce d'une émission d'obligations convertibles. Ces

⁶⁹ Notamment lorsque les coûts de l'endettement risquent de remettre en cause l'équilibre financier et la marge de manœuvre de la firme.

⁷⁰ Tandis qu'une augmentation de capital revient à signaler aux *outsiders* les conditions difficiles ou mauvaises qui entourent le financement du projet. Ce mode de financement peut être également synonyme d'une surévaluation des actions de la firme.

⁷¹ Cette dépréciation des cours à l'annonce d'une augmentation de capital est également prévue par la théorie de l'agence et d'autres courants qui s'y rattachent telle que la thèse de la discrétion managériale. Cette observation ne peut être qu'un élément partiel dans la validation de la théorie du financement hiérarchique.

quasi-fonds propres sont des titres appropriés au problème de sous-investissement du fait du choix offert aux investisseurs de les convertir en actions ou de les garder sous forme de titres de créance. Toutefois, les obligations convertibles comportent un certain risque que les *insiders* peuvent atténuer en utilisant une partie du produit de cette émission au rachat d'actions. Cet outil de la politique financière, constitue, comme nous l'avons souligné, un autre moyen par lequel les managers peuvent envoyer des informations aux *outsiders*. La volonté de réduction de l'asymétrie de l'information par ce biais a besoin, pour être corroborée, d'être également décelable dans d'autres aspects de la politique financière. Dans ces conditions, plusieurs recherches sont menées dans le cadre de la littérature financière en vue d'obtenir des contrats efficaces qui, tout en assurant un financement adéquat de l'entreprise, protègent mieux les investisseurs. Ces développements constituent le plus souvent des prolongements des acquis de la théorie contemporaine de la firme. Ainsi, sont associés des résultats issus aussi bien de la théorie de l'agence et du paradigme de l'asymétrie de l'information que des apports de la théorie des coûts de transactions ou de la théorie des jeux (Williamson, 1984, 1988, Hart, 1995).

Enfin, on peut également citer les travaux qui tentent de d'élaborer des approches plus larges (Freeman et Evan, 1990, Hill et Jones, 1992, Jones. 1995, Schmidt, 1997, Pfeffer, 1998). Celles-ci présentent parfois l'originalité de réunir dans le même cadre divers apports théoriques associés à des résultats empiriques parfois directement issus de l'expérience des managers, des administrateurs ou des investisseurs. La problématique du gouvernement de l'entreprise doit être perçue comme un prolongement de ces approches. On peut considérer que son but est, entre autre, de fournir les voies à suivre pour aboutir à un financement optimal des firmes dans le respect des droits des investisseurs.

Section 2 : Du gouvernement de l'entreprise comme mécanisme explicite de gestion des conflits

Toutes les approches précédentes ont mis en évidence la complexité des relations entre les différentes de la firme et leur impact sur de financement Elles tendent à démontrer en quoi le mode de financement constitue en soi de coordination entre agents économiques. La réflexion sur ce point a franchi un pas supplémentaire avec l'apparition de nouveaux corps théoriques tels que l'approche institutionnelle et la théorie des jeux. Eric Brousseau écrit à cet égard que « *le facteur organisationnel est identifié avec de plus en plus de force comme un des déterminants essentiels de l'efficacité et des différences de compétitivité. La réflexion sur les contrats, a par conséquent tendance à prendre de l'importance au sein de la théorie économique, qu'elle soit orthodoxe ou hétérodoxe* »⁷². Cependant, avec le *corporate governance* il ne s'agit plus de pallier les problèmes nés des relations d'agence mais de les organiser *a priori*, en ayant recours à divers mécanismes dont les mécanismes contractuels.

I) Les différentes conceptions du gouvernement d'entreprise

⁷² Brousseau E., (1993), « Les théories des contrats : une revue », *Revue d'économie politique* n°103 (1), janv-fev, p.5

1) Le gouvernement d'entreprise comme mode de contrôle de l'utilisation des capitaux par les actionnaires

a) L'approche en termes de principal-agent

Par rapport à la théorie néoclassique, les travaux portant sur le gouvernement de l'entreprise se distinguent par l'intégration des conflits d'agence entre les différents acteurs de la firme. La résolution de ces conflits ainsi que la prise en compte de l'asymétrie de l'information, ont conduit ces nouvelles approches à introduire un nouvel aspect, à savoir le pouvoir. L'action qui était jusque là un pur instrument de placement chez les néoclassiques, est consacrée aussi et surtout, comme véhicule du pouvoir de décision économique.

Pour Shleifer et Vishny (1997), le gouvernement de l'entreprise traite des chemins et méthodes qu'empruntent les fournisseurs de capitaux (ou bailleurs de fonds) pour s'assurer un retour⁷³ sur investissement. Il s'agit, précisent ces deux auteurs, de contrôler efficacement les dirigeants pour qu'ils ne dérobent pas les capitaux mis à leur disposition ou ne les investissent pas dans de mauvais projets⁷⁴. De son côté, M Albert estime que *"le gouvernement de l'entreprise consiste à ne plus donner aux dirigeants des firmes qu'un seul et unique but, celui de maximiser les profits et les dividendes"* (Albert M., 1994).

Dans le même ordre d'idées, Demb et Neubauer résument ces deux approches en liant directement le gouvernement de l'entreprise à la performance. *"Corporate governance is a question of performance accountability"* (Demb et Neubauer, 1992).

Ces définitions, ainsi que de nombreuses autres acceptions peuvent être associées avec la problématique du « principal agent ». En tant que principaux, les investisseurs recrutent les dirigeants. En leur qualité d'agents, ces derniers se chargent de la gestion et du fonctionnement de la firme. Les intérêts des dirigeants et des principaux sont différents ou, du moins, peuvent diverger. Le gouvernement de l'entreprise consiste alors à réduire, à défaut d'enrayer, ces divergences et à s'assurer que les firmes soient gérées au mieux de l'intérêt des investisseurs. Sous cet angle, ces définitions intègrent bien la nouvelle réalité des firmes en tant que nœud de contrats entre des intérêts parfois divergents dont il convient dès lors d'assurer une certaine convergence. Cette approche du *corporate governance* demeure néanmoins fidèle à la théorie néoclassique de la firme, en ce sens que l'objectif ultime recherché consiste à maximiser la valeur des fonds propres. L'intérêt est donc focalisé sur les seuls détenteurs des titres de créances résiduelles, en l'occurrence les actionnaires. Leurs rapports avec les autres acteurs de la firme, dirigeants, administrateurs, salariés,... ne sont étudiés que dans la mesure où ils constituent des pièces importantes de ce puzzle de maximisation de la « *shareholder value* », processus qu'ils peuvent soit accélérer, soit au contraire, bloquer ou ralentir.

⁷³ Implicitement, le retour sur investissement attendu doit être au moins égal au rendement des placements sans risque.

⁷⁴ Shleifer A., Vishny R., (1997), "A survey of corporate governance", *Journal of Finance*, vol 52, n°2, juin, p.737

b) L'approche en termes de pouvoir et de responsabilités

Dans sa critique de la théorie financière de la firme, Margaret Blair constate que les pressions exercées par le marché sont inefficaces pour contraindre le fonctionnement interne des organisations. Ceci s'explique selon elle par le fait que les véritables problèmes, comme leurs solutions, concernent plutôt les transactions et les liens qui se développent au sein de la firme elle-même et non sur les marchés ⁷⁵. Ces problèmes concernent les responsabilités, les prises de décision, les pouvoirs des diverses parties prenantes à tous les échelons de la firme. De ce fait, ces problèmes affectent non seulement la répartition des richesses mais également les incitations dont est animé chaque *stakeholder* pour s'investir et s'engager dans des activités créatrices de richesse. A partir de ce constat, M Blair préconise une autre approche du *corporate governance* : « *le gouvernement de l'entreprise a trait à la détermination de ces considérations dans la gestion des entreprises... le problème économique et politique (central) essentiel à résoudre, est d'allouer les décisions et les droits de contrôle aux parties qui disposent des incitations et des informations nécessaires à une utilisation efficiente des ressources, pour créer la richesse. Cependant, il faut s'assurer en même temps que ces parties qui exercent le contrôle soient redevables et responsables envers tous les autres participants qui ont des investissements risqués* » (Blair M., 1995) ⁷⁶.

A cette approche, qu'on peut qualifier parfois de restrictive ⁷⁷, s'opposent des acceptions plus larges de la notion du gouvernement de l'entreprise. Bien que relativement récentes, ces définitions s'inspirent de visions plus anciennes, mais tout aussi larges de la firme. « *Si une compagnie est conçue...comme une institution ou un établissement d'exploitation qui combine tous les facteurs de production pour conduire les affaires courantes, alors les employés qui fournissent le travail sont tout aussi membres de cette entreprise que les actionnaires qui fournissent le capital. En effet, les employés peuvent avoir fait un plus grand investissement au sein de l'entreprise par leurs années de service, peuvent avoir beaucoup moins de tentations à se retirer de l'entreprise et peuvent avoir un plus grand intérêt dans l'avenir de celle-ci que beaucoup d'actionnaires. Dans une compagnie ainsi conçue, des administrateurs salariés n'ont pas plus de conflits d'intérêt que des administrateurs actionnaires* » (Summers, 1982).

Plus d'une décennie plus tard, ce plaidoyer en faveur de l'association des salariés au conseil d'administration trouvera échos dans divers travaux théoriques traitant des problèmes de financement de la firme en général, et de la problématique du gouvernement de l'entreprise en particulier.

⁷⁵ Blair M., (1995), *Ownership and control : Rethinking corporate governance for the twenty century*, Brookings Institutions, Washington, p.19

⁷⁶ Nous verrons, plus en avant, que pour Blair (1995), les participants qui disposent d'investissements risqués ne se limitent pas aux seules actionnaires.

⁷⁷ Il faut souligner cependant que cette remarque ne concerne pas les travaux de M.Blair, les travaux de cette dernière s'inscrivant plutôt dans les approches du *stakeholder capitalism*.

2) La contestation de la prédominance des actionnaires ou l'approche en termes d'intérêts des *Stakeholders*

a) La conception large du *stakeholder*

La définition classique la plus généralement retenue est celle de R.E Freeman. « Un Stakeholder dans une organisation est par définition, tout groupe ou individu qui peut affecter, ou qui peut être affecté par la réalisation des objectifs de l'organisation » (Freeman, 1984). Selon cette définition ne peuvent être exclus du statut de stakeholder que les individus ou les groupes dont l'activité n'influe pas sur la firme, et dans le sens inverse, ceux qui ne subissent aucune conséquence du fait de l'activité de la firme. Cette définition est d'autant plus large que l'influence dont il est question ne doit pas être nécessairement réciproque. D'autres définitions apparaissent encore moins précises. Ainsi, Alkhafaji définit les stakeholders comme « des groupes envers lesquels l'entreprise est responsable » (Alkhafaji, 1989). Thompson, Wartick et Smith considèrent comme stakeholders, les groupes « qui sont en rapport avec une organisation » (Thompson et alii, 1991).

b) La conception semi-restrictive du *stakeholder*

A la lumière de ces définitions, on peut considérer que tout « partenaire » de la firme peut *a priori* se prévaloir de la qualité de *stakeholder*. Telle ne semble pas être la position de certains économistes. Pour J.W Kesinger et J.D Martin par exemple, « *un stakeholder est tout (membre de la firme) non-actionnaire dont le bien être est lié à l'entreprise, tels que le créancier, l'employé, le client, le fournisseur, ou tout autre membre de la communauté au sein de laquelle se trouve l'entreprise* » (Kesinger et Martin, 1992). Néanmoins, un auteur comme Clarkson restreint le nombre d'acteurs qui, au sein de la firme peuvent se prévaloir du statut de stakeholder en introduisant la notion du risque. « *Les stakeholders volontaires supportent une certaine forme de risque qui est le résultat de leur investissement sous forme d'un capital, financier ou humain, d'une certaine valeur dans la firme. Les stakeholders involontaires sont placés dans une position risquée du fait des activités de la firme. Mais, sans l'élément risque, il n'y a pas d'enjeu* » (Clarkson, 1994).

Cette généralisation de l'objet du gouvernement de l'entreprise à tous les mécanismes fondamentaux de la gestion de la firme est encore plus explicite chez O. Pastré. Ce dernier définit le gouvernement de l'entreprise *comme l'ensemble des règles de fonctionnement et de contrôle qui régissent, dans un cadre historique et géographique donné, la vie des entreprises* (Pastré, 1994).

Enfin, Keasy, Thompson et Wright (1997) élargissent encore plus ce cadre puisqu'ils associent au gouvernement de l'entreprise les cultures, processus et autres structures et systèmes qui concourent au bon fonctionnement et au succès des organisations⁷⁸.

La première évidence qui ressort de la lecture de ces définitions concerne les divergences profondes qui séparent les approches restrictives des approches plus larges

⁷⁸ Keasy K., Thompson S., Wright M., (1997), op cit, p.2

du gouvernement d'entreprise ⁷⁹ . Au-delà de ces divergences, on constate que la problématique du gouvernement d'entreprise n'est pas véritablement nouvelle. L'originalité de cette approche est qu'elle épouse un cadre d'analyse, dont l'ambition est de dépasser les limites des approches traditionnelles de la firme et de la théorie des contrats.

II) Le contrat, mode de coordination adapté à l'imperfection de l'environnement

Le contrat est un instrument juridique qui lie la firme à ses différents membres ou *stakeholders* ainsi qu'avec d'autres agents externes. Il s'apparente, dans une certaine mesure, à une codification des rapports entre les différents agents au sein de la firme, cette codification devant permettre une meilleure coordination des comportements individuels. Le but recherché à travers une telle coordination consiste à aboutir à des prises de décision garantissant une allocation optimale des ressources ⁸⁰ . Pour que cette coordination soit efficace, le contrat doit spécifier le comportement de chacun lors des différents états de la nature. Ceci nous amène à examiner les principales hypothèses de la théorie des contrats. Le contrat constitue fondamentalement une réponse à l'imperfection de l'environnement informationnel. En effet, une situation où l'information est entièrement accessible à tous les agents, correspond au cas où le vecteur prix apparaît spontanément.

Dans ces conditions, la détermination du prix d'équilibre n'est pas coûteuse, ce qui facilite les échanges et garantit une allocation optimale des ressources. Cependant, dès lors que l'on passe de l'hypothèse de l'information parfaite à celle de l'information asymétrique, le système des prix ne suffit plus pour atteindre l'équilibre général ⁸¹ . Dans ce schéma d'information imparfaite, des arrangements contractuels deviennent nécessaires pour orienter l'action des agents.

1) De l'incomplétude des contrats

Dans la mesure où les contrats concernent les actions ou le comportement futur des agents, il est important de préciser comment ce futur est précisément perçu. Cette perception varie selon la nature de l'environnement informationnel.

On distingue généralement trois cas :

- | | |
|-----------------------------------|----|
| l'avenir certain ; | 1. |
| l'avenir radicalement incertain ; | 2. |
| l'avenir risqué. | 3. |

⁷⁹ Il est intéressant à cet égard, d'analyser les raisons de ces divergences et leurs incidences sur l'intégration des *stakeholders* au sein de la firme. Cette réflexion sera développée dans le chapitre suivant.

⁸⁰ La rareté de ces ressources impose l'impératif de leur utilisation rationnelle pour survivre à la compétition économique.

⁸¹ Dans cette seconde hypothèse en effet, le prix ne résume pas toute l'information.

Le premier cas correspond à la situation de l'information parfaite. Les agents qui sont dotés d'une rationalité substantielle n'ont aucune difficulté de prévision. Ils peuvent par conséquent établir des contrats qui spécifient ce qu'il faudra faire dans tous les états de la nature⁸².

Dans un second cas de figure, l'incertitude radicale empêche toute projection fiable. Les tenants de ce paradigme, tels que les auteurs de la théorie des conventions soutiennent en effet, qu'à cette incertitude vient s'ajouter la rationalité limitée⁸³ ou procédurale (Simon, 1947 et 1976) des agents. La juxtaposition de ces deux éléments ne permet même pas d'approcher l'équilibre optimal. Dans cette perspective, les contrats serviront de « béquille »⁸⁴ de la rationalité des agents, et offriront à ces derniers des solutions pour les problèmes de coordination auxquels ils seront confrontés. Celles-ci peuvent être satisfaisantes mais pas nécessairement optimales.

Enfin, le troisième cas apparaît comme une situation intermédiaire. Conformément à la distinction entre incertitude et risque établie par Knight (1921), l'avenir risqué signifie qu'il existe plusieurs avenir possibles dont les agents peuvent déterminer les probabilités d'occurrence. Dans cette configuration, les agents connaissent parfaitement les caractéristiques de tous les scénarios possibles. Ainsi, dans les théories néoclassiques de la décision, l'imperfection de la connaissance ne porte que sur l'information paramétrique, la connaissance structurelle des individus étant parfaite⁸⁵. On distingue alors les situations dites risquées dans lesquelles l'information paramétrique sur l'avenir est une loi de probabilité objective connue de tous (Von Neumann-Morgenstern, 1947) des situations incertaines (au sens faible) pour lesquelles l'information paramétrique sur l'avenir s'apparente à une loi de probabilité subjective estimée par chaque joueur (modèle de Savage, 1954). Cette incertitude au sens faible ne s'explique que par le différentiel d'information entre les décideurs. Si ces derniers avaient la même perception de l'état du monde, leurs projections convergeraient vers la même loi de probabilité (Harsanyi, 1967 et 1980). En dépit de ces divergences, des choix optimaux sont possibles dans les deux approches. Dans ces deux cas on s'inscrit en effet dans un univers où la connaissance structurelle est supposée parfaite. Dans ce cadre, le décideur peut modéliser l'avenir pour déterminer la solution optimale.

Au total, il apparaît que la nature de l'environnement informationnel détermine dans

⁸² On parle alors de contrats complets.

⁸³ Ce qui signifie que les agents peuvent mettre en œuvre des stratégies leur permettant de parvenir à des situations qu'ils considèrent préférables. Pour autant, ils ne réagissent pas systématiquement comme des agents cherchant à maximiser leur fonction d'utilité.

⁸⁴ Cette expression reprise par E. Brousseau (1989) appartient aux conventionnalistes.

⁸⁵ L'information structurelle décrit toutes les situations possibles auxquelles un agent est en situation d'être confrontée. L'information paramétrique fournit quant à elle, les paramètres des situations auxquelles cet agent est effectivement confronté. Ainsi, dans le cas d'un problème de comportement stratégique, l'information structurelle décrit toutes les manœuvres potentielles des joueurs tandis que l'information paramétrique désigne les solutions effectivement jouées.

une large mesure celle des contrats. Ainsi, le risque n'empêche pas d'atteindre ou d'approcher des solutions optimales⁸⁶ grâce à des contrats contingents. A l'inverse, une situation d'incertitude radicale ne permet même pas de concevoir des contrats contingents. En outre, même dans un univers certain, les contrats doivent surmonter les difficultés liées à l'asymétrie de l'information. Du fait de la sélection adverse ou par opportunisme, les agents peuvent être amenés à dévier du contrat ou du moins à profiter de ces failles⁸⁷.

L'ensemble de ces imperfections peut par conséquent constituer un obstacle majeur à la rédaction de contrats complets. Cette non-contingence des contrats est alors susceptible de provoquer des dysfonctionnements au sein d'entités telles que les firmes⁸⁸. Les recherches engagées dans ce cadre ont conclu à la nécessité de dépasser les simples arrangements contractuels pour aboutir à un meilleur fonctionnement des organisations. Cette incomplétude des contrats ainsi que la mise en évidence de problèmes d'agence qui handicapent le fonctionnement des entreprises managériales, ont favorisé la multiplication de travaux empiriques et théoriques visant à résoudre cette problématique. Le gouvernement d'entreprise participe de ces réflexions

2) Soubassements théoriques du gouvernement d'entreprise

Dans toutes les entreprises non strictement individuelles, il existe une délégation de pouvoir, et donc une relation d'agence entre les bailleurs de fonds (actionnaires et créanciers) qui jouent le rôle de principal et les dirigeants qui ont la qualité d'agent⁸⁹. Ces problèmes d'agence constituent la principale raison du gouvernement d'entreprise. Comme le souligne O Hart (1995), les questions du gouvernement d'entreprise surviennent dans une organisation chaque fois que deux conditions sont réunies :

Premièrement : il y a un problème d'agence ou conflit d'intérêt impliquant les membres de l'organisation⁹⁰ ;

Deuxièmement : les coûts de transaction sont tels que ce problème d'agence ne peut être résolu au travers d'un contrat.

⁸⁶ En utilisant le critère de maximisation de l'espérance mathématique de l'utilité.

⁸⁷ Comme le notent Alchian et Woodward (1988), cet opportunisme n'est pas seulement du à l'inobservabilité de certaines prestations mais peut provenir également de l'indétermination qui existe quant au partage de la quasi- rente organisationnelle. Celle-ci est un surplus, ou d'une certaine façon, le produit d'une synergie, générée par le contrat mais qu'on ne peut attribuer à aucun des co- contractants pris individuellement.

⁸⁸ Qui sont avant tout des nœuds de contrats.

⁸⁹ Les relations d'agence entre actionnaires et créanciers ou entre catégories d'actionnaires seront examinées dans les chapitres ultérieurs.

⁹⁰ L'organisation renvoyant ici à l'entreprise et à son environnement immédiat qui inclut outre ses membres internes, ses clients et ses fournisseurs. Williamson (1984), prend également en compte la communauté.

a) La nécessité d'un mécanisme de gouvernance mise en évidence par la théorie de l'agence

Dans la théorie néoclassique standard tous les individus associés à la firme agissent dans le sens d'une maximisation des profits et d'une minimisation des coûts. Ces efforts, comme d'autres types de coûts, sont directement rémunérés et remboursés, dès lors qu'ils sont observables, et les incitations ne sont pas nécessaires pour une quelconque motivation. Par conséquent aucun mécanisme ou structure de gouvernance n'est nécessaire pour résoudre des conflits qui n'existent pas. A l'inverse, la théorie de l'agence part de l'hypothèse selon laquelle certains coûts sont des informations privées. Supposons à la manière de Hart (1995) une relation principal-agent typique dans laquelle la performance de l'entreprise représentée par sa marge brute «M »dépend des efforts du dirigeant « e » et d'une variable aléatoire « ϵ ». ϵ étant déterminée après le choix de e.

$$M = g(e, \epsilon)$$

Dans cette relation, on suppose que l'effort de sélection du dirigeant (*manager's effort choice*) est observable uniquement par lui-même. Un contrat qui fait de la rémunération R du dirigeant une fonction directe de « e », ne peut être renforcé. Au lieu de cela, le niveau de rémunération doit être indexé sur le profit réalisé « M ».

$$R = f(M)$$

Ce modèle engendre un nécessaire compromis entre incitation et prise de risque. D'une part pour motiver les dirigeants à travailler au maximum, il est nécessaire de leur offrir de fortes incitations en rendant R très sensible aux variations de M. D'autre part pour protéger les dirigeants du risque, il est indispensable de les rassurer en rendant R insensible aux variations de M, c'est-à-dire leur ôter toute incitation. Entre ces deux tendances contradictoires, la littérature portant sur la théorie du principal-agent s'attache à déterminer un compromis entre l'efficacité et la prise du risque. Elle montre ainsi, pourquoi une partie variable de la rémunération des dirigeants (ou même des salariés dans certains cas et pour certaines catégories) doit être liée à l'évolution de la performance. Pour autant, cette théorie ne fournit pas, par elle-même, une justification (un rôle) pour les mécanismes et les structures de gouvernance. En effet, même si les contrats optimaux principal-agent sont de second rang, dans le sens où R dépend de M plutôt que directement de e, ils demeurent compréhensifs (au sens de lisibles)⁹¹. Dans la mesure du possible⁹², ces contrats indiquent les obligations de toutes les parties dans tous les états futurs de la nature⁹³. Dès lors, il n'est pas aisé de trouver un rôle aux structures de gouvernance puisque celles-ci ne deviennent nécessaires que pour fournir des réponses à des situations qui n'ont pas été spécifiées (ou non contingentes) dans le contrat initial. La théorie des coûts de transaction justifie l'occurrence de telles situations

⁹¹ En ce sens que les juges sont en mesure de se prononcer sur un différends entre les partenaires liés par de tels contrats.

⁹² C'est à dire dans la mesure où ces obligations sont observables et vérifiables conformément au principe de révélation

⁹³ La prise en compte de la dimension temporelle ne change pas la nature du contrat initial, sinon que les incitations deviennent séquentielles.

par l'existence de coûts de transaction qui rendent délicate la conclusion d'un contrat complet.

b) Coûts de transactions et structures de gouvernance

B₁) LE CADRE DE L'ANALYSE

A l'instar de la théorie de l'agence, l'analyse de la firme par la théorie des coûts de transaction s'inscrit dans le cadre de la discrétion managériale. Mais à la différence des modèles d'agence qui se focalisent sur l'agent individuel en tant qu'unité de base de leur analyse, l'approche des coûts de transaction est centrée sur les transactions elles-mêmes. Elle commence d'abord par distinguer les caractéristiques propres de chaque projet d'investissement. La détermination de la nature de chaque investissement⁹⁴, en particulier, les coûts de transactions qui lui sont associés, déterminent le choix d'une structure financière adéquate. Ainsi, au lieu de concevoir les dettes et les fonds propres comme de simples instruments financiers, Williamson (1988), les considère comme des structures de gouvernance⁹⁵. L'harmonisation *ex post* des relations contractuelles au sein de la firme passe alors par l'estimation de l'efficacité comparative des structures de gouvernance (Commons, 1934, Williamson, 1985)⁹⁶.

Avant de voir comment s'opère le choix entre différents schémas de gouvernance, nous tenterons au préalable d'analyser leur genèse. Celle-ci s'explique essentiellement par des coûts de transaction à l'origine des dysfonctionnements contractuels au sein de la firme.

B₂) COÛTS DE TRANSACTION : IDENTIFICATION ET IMPACT

La littérature distingue trois types de coûts :

- | | |
|--|----|
| Le premier type concerne les coûts relatifs à la réflexion sur les situations contingentes au contrat et les réponses à leur apporter ; | 1. |
| les coûts de négociation de ces contrats entre les contractants et ; | 2. |
| enfin les coûts d'écriture de ces contrats de façon à ce qu'il soit possible de les améliorer par l'intervention d'une tierce personne, telle que le juge par exemple, lors de conflits. | 3. |

L'établissement de contrats contingents entre les différents partenaires nécessite une connaissance parfaite de chacun. Or une répartition asymétrique de l'information, entre

⁹⁴ Qui sont fonction de certains paramètres tels que la spécificité, le degré de redéployabilité, sa liquidité,...ainsi que son coût et son risque.

⁹⁵ Williamson O.E., (1988), « Corporate finance and corporate governance », *Journal of Finance*, Vol XLIII, n°3, p 576.

⁹⁶ Ce point constitue selon Williamson (1988, p.273) la contribution distinctive et le point central de la théorie des coûts de transaction.

insiders et *outsiders* par exemple, peut être source de biais dans les accords conclus. Plus fondamentalement, la rationalité limitée des agents constitue un obstacle majeur à la rédaction de contrats contingents. Ainsi, l'avènement de situations non spécifiées peut déboucher sur des renégociations qui peuvent s'avérer coûteuses pour la firme. Dans ce contexte, les structures de gouvernance doivent servir à fournir des réponses satisfaisantes à de telles situations. Plus précisément, celles-ci doivent indiquer la répartition des droits de contrôle résiduels sur les actifs non humains⁹⁷.

Pour minimiser ces coûts de transactions, Williamson (1988) propose des structures de gouvernance en liaison avec les caractéristiques de l'actif. Dans cette perspective, la dette constitue *a priori* l'instrument de financement privilégié. En empêchant la dilution du capital, elle contribue à minimiser la probabilité d'occurrence des conflits d'intérêt et de la discrétion managériale. Mais du fait des coûts de la détresse financière, l'endettement ne peut dépasser un certain seuil. La question est alors de savoir quel est le rapport de dettes sur fonds propres qui minimise ces coûts de transaction. Pour répondre à cette question, Williamson considère la spécificité et le degré de redéployabilité de l'actif. Lorsque l'actif est spécifique, les coûts de transaction du financement par dettes augmentent plus rapidement que les coûts associés au financement par fonds propres. En effet, dans le cas d'actifs spécifiques, les droits de préemption des créanciers sont d'autant moins valorisés que la visibilité des projets est faible. En outre, l'aversion au risque peut conduire ces mêmes créanciers à demander la liquidation de la firme lors d'éventuels défauts de paiements ou autre difficulté financière, alors même que la poursuite de l'activité constitue une solution plus efficace pour l'entreprise. A l'inverse, les fonds propres permettent une meilleure flexibilité et apparaissent de ce fait mieux adaptés.

Au total, l'identification des degrés de spécificité des actifs et du risque lié à leur utilisation et à leur échange permet de déterminer des structures de gouvernance adaptées qui minimisent les coûts de transaction, palliant ainsi l'incomplétude des contrats. On peut cependant se demander si les structures et mécanismes de gouvernance peuvent être circonscrits au choix de structures financières. Cette construction organisationnelle qui fait de la firme une structure de *governance* évacue à notre sens un aspect important qui est celui du pouvoir. L'appropriation des droits de contrôle résiduels ne donne pas seulement accès au contrôle du profit résiduels mais confère également un fort pouvoir discrétionnaire. En vertu de ce pouvoir les managers, en accord avec les actionnaires influents, peuvent décider d'imprimer à « leurs » actions (en matière de gestion) toutes les orientations qu'ils souhaitent. Ce faisant, leur influence dépasse souvent le simple périmètre de la firme pour influencer le mode de vie de toute la communauté. On peut citer à cet égard l'exemple des premières firmes américaines qui se sont lancées dans la recherche et la commercialisation de produits génétiquement modifiés.

Conclusion

⁹⁷ Hart O., (1995), "Corporate governance: some theory and implications", *The Economic Journal*, n°105, mai, p.680

Dans ce chapitre introductif, nous avons essayé d'esquisser une première approche générale de la problématique du gouvernement d'entreprise. Pour mettre en évidence ce paradigme du *corporate governance*, il nous a semblé nécessaire de remonter à l'origine du problème qui réside, selon un consensus largement partagé dans la littérature, dans les conflits d'agence inhérents à toute firme de type managériale. Même si cette forme de propriété n'est pas caractéristique de toutes les économies mondiales, certains pays ou régions ont des entreprises dont le capital est plus concentré que d'autres (Europe continentale vs Etats-Unis), les problèmes engendrés par ces conflits persistent et seule leur acuité varie.

Dans cette perspective, il est apparu nécessaire de revisiter la théorie néoclassique de la firme. Outre les insuffisances de la conception traditionnelle qui assimilait la firme à une boîte dont les actes sont assimilables à ceux d'un seul agent économique, nous sommes revenus sur les critiques et les limites de la neutralité supposée de structure financière. Cependant, c'est avec la théorie de l'agence de Jensen Et Meckling (1976) et les nombreux travaux qui s'inscrivent dans cette lignée que la théorie contemporaine de la firme prend son essor. La prise en compte des conflits d'agence et de l'asymétrie de l'information à l'intérieur même de l'entreprise permettra un total bouleversement de l'approche traditionnelle de la firme. Dans la vision contemporaine de la firme, les décisions des managers ne sont pas sans incidence sur les autres partenaires de la firme. Les décisions financières, et par extension le choix d'une structure de capital, sont désormais considérés sous un angle nouveau. Selon les choix qui sont faits, la position relative des dirigeants ou les intérêts des investisseurs peuvent être affectés différemment. Ainsi, les holdings de contrôle favorisent l'enracinement des dirigeants et l'appropriation du pouvoir par le bloc de contrôle. Avec la théorie des contrats, ces nouvelles considérations constitueront les premiers soubassements de la problématique du gouvernement d'entreprise. Celle-ci sera enrichie par les apports de la théorie des coûts de transaction. Les coûts de transaction donnent une légitimité aux revendications des autres *stakeholders* qu'on ne trouve pas dans la théorie des droits de propriété dont s'inspire la théorie financière de l'entreprise.

Par ailleurs, les différentes restructurations que connaissent les économies occidentales, loin de se limiter aux seuls aspects financiers (montée des financements de type marchands, soumission à l'évaluation de la bourse, ...) débordent les aspects liés à la gestion et au fonctionnement des firmes. Les problèmes sous-jacents à la mutation du *corporate governance* semblent, à cet égard, être « ..ceux de la résistance ou non des modèles industriels basés sur la coopération des *stakeholders* et non pas seulement sur les conflits des actionnaires et les managers » (Geoffron P., 1997, p.102). Dans ce cadre, l'examen des modèles alternatifs de governance et leurs évolutions peut s'avérer riche de renseignements quant à la transformation actuelle du capitalisme français. Le chapitre n°2 suivant sera consacré à l'analyse de ces approches. Cependant avant de présenter les modèles eux même, il nous a paru important de mettre en relief, dans une première section, la philosophie du capitalisme actionnarial qui semble aujourd'hui animer les marchés financiers.

CHAPITRE 2. Gouvernement d'entreprise : entre valeur actionnariale et droits des « *stakeholders* »

Introduction

Les définitions présentées au premier chapitre montrent qu'au-delà de sa genèse, le sujet du gouvernement d'entreprise est l'objet de diverses approches, qui sont le plus souvent largement divergentes. Cette absence d'un réel consensus dans la définition du « corporate governance » est symptomatique du large débat portant sur la réforme de la gouvernance des entreprises. C'est un débat dans lequel les participants ont des analyses entièrement différentes et proposent par conséquent des solutions profondément différentes (K Keasy, M Thompson, M Wright, 1997, p.2). Pour mieux cerner les enjeux à l'origine de ces divergences, nous présentons dans le présent chapitre une analyse des deux approches fondamentales du gouvernement d'entreprise et leurs interactions. Dans la première section, nous traitons du gouvernement d'entreprise en tant que mécanisme de protection des intérêts des actionnaires. La critique de cette vision, nous conduit à explorer dans la seconde section la voie alternative à savoir le gouvernement d'entreprise dans l'optique du « *stakeholder capitalism* ». Celle-ci nous servant de prélude à l'examen de l'évolution de l'économie française ainsi que le sens de sa mutation actuelle.

Section 1 : La maximisation de la valeur des fonds propres ou la philosophie du capitalisme actionnarial

La théorie néoclassique de la valeur est fondée sur les besoins des individus pris en compte dans leur fonction d'utilité. Cette conception est fondée sur un certain nombre d'hypothèses telle qu'une information parfaite des différents agents ainsi que leur rationalité. L'action de chaque agent est guidée avant tout par son désir de maximiser son utilité personnelle.

Paradoxalement, en dépit de ce postulat, la théorie microéconomique traditionnelle de la firme n'a pas relevé que les dirigeants des entreprises puissent, au nom de ce principe, gérer d'abord dans le sens de leurs propres intérêts au détriment des intérêts d'autres « *stakeholders* »⁹⁸. Relevant la séparation entre pouvoir et propriété au sein des grandes entreprises, Berle et Means (1932) contestent l'hypothèse établie d'un manager

⁹⁸ Il est vrai comme le note Hart (1995), que la conception traditionnelle de la firme est avant tout une approche en termes d'input output. Les aspects organisationnels sont peu abordés et la « boîte noire » se confond avec l'entrepreneur. Les conflits d'intérêts ont de ce fait été ignorés. Dès lors, on peut, dans une certaine mesure, avancer que la firme telle que nous la connaissons aujourd'hui ne fait pas partie de l'univers microéconomique classique.

agissant dans le sens de la maximisation de la valeur de la firme. La mainmise des dirigeants sur la gestion quotidienne et la dispersion des actionnaires plaident pour la thèse du contrôle managérial. Toutefois, certains actionnaires minoritaires peuvent profiter de cette dispersion pour prendre le pouvoir et exercer un contrôle sur la firme⁹⁹. On passe de l'hypothèse du contrôle managérial à l'hypothèse du contrôle de minorité. Celle-ci est vérifiée par certains travaux empiriques (Demsetz, 1983).

En dépit de ces recherches, il faut attendre l'émergence de la théorie de l'agence¹⁰⁰ pour assister à une évolution fondamentale de la théorie de la firme. Pour la première fois, les coûts liés à l'opportunisme des agents, et qui sont de manière générale inhérents à toute forme de délégation, sont reconnus et explicitement détaillés.

La théorie de l'agence montre que l'agent¹⁰¹, lui-même maximisateur de son utilité individuelle, peut profiter de toutes les failles contractuelles pour entreprendre des actions qui ne sont pas dans l'intérêt du principal. Appliquée aux grandes entreprises où la séparation entre la gestion et la propriété des actifs est courante, cette divergence d'intérêt peut s'avérer très préjudiciable pour les actionnaires, les droits des autres « *stakeholders* » (ou chaque catégorie de *stakeholders*) étant supposés garantis par les contrats qui les lient à la firme. Dès lors, le but est de mettre en place des systèmes qui permettent d'aligner et de rendre compatibles les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires.

Selon l'approche principal/agent, l'obtention de cet objectif passe par la mise en place d'un système combiné de sanctions/récompenses à l'égard du manager. Des mécanismes de contrôle sont instaurés pour éviter toute déviation.

Parallèlement, des schémas incitatifs¹⁰² destinés à stimuler les efforts du dirigeant et son ingéniosité, sont mis en place. Dans le sillage de la théorie microéconomique néoclassique¹⁰³, la théorie de l'agence préconise d'évaluer les managers sur la base d'une stratégie axée essentiellement sur la création de valeur.

I) La gestion par la valeur

Le mouvement de restructuration de l'économie américaine, entamé dès le début des années quatre-vingt, a donné lieu à de gigantesques batailles boursières. En multipliant les offres hostiles sur des conglomérats considérés comme peu performants,¹⁰⁴ les

⁹⁹ Dans la mesure où les bénéfices du contrôle excèdent ces coûts sachant qu'ils doivent intégrer le problème du passager clandestin du au comportement passif et « rationnel » (dans un jeu non coopératif) du reste des actionnaires minoritaires.

¹⁰⁰ Suite à la publication de l'article fondateur de Jensen et Meckling (1976).

¹⁰¹ Nous prenons l'agent ici au sens de mandataire qui est délégué par le mandant (qui est l'actionnaire) ou principal pour agir en son nom.

¹⁰² Il faut noter à cet égard que les incitations se situent au cœur de la théorie de l'agence

¹⁰³ Dont elle n'est dans une certaine mesure que le prolongement même si on la range également dans le registre des théories néo-institutionnelles.

raiders mettent en avant les mécanismes de création de valeur actionnariale. Le démantèlement des grosses structures devant aboutir à la constitution d'entités plus homogènes centrées sur des segments d'activité bien définis, et obéissant à des logiques industrielles clairement identifiables. Ainsi, d'une part les synergies et les économies d'échelle potentielles sont plus élevées, d'autre part, la visibilité devient plus grande, ce qui facilite le contrôle des managers, soit autant de gisements de valeur.

1) Principes et mécanismes de création de valeur

Une des préoccupations fondamentales de la théorie économique est d'apporter dans son domaine des réponses satisfaisantes : comment satisfaire des besoins illimités sachant qu'en face, les ressources disponibles sont quant à elles limitées. En matière de financement cela se traduit par une offre de capitaux largement inférieure à la totalité des besoins de financement¹⁰⁵. Dans ce contexte, la fiabilité¹⁰⁶ des projets d'investissement prend toute son importance.

En effet, la sélection de projets de qualité est l'une des premières étapes dans le processus de création de valeur. Cette sélection suppose alors une rentabilité qui permette au moins de couvrir le coût du capital.

a) Coût du capital et création de valeur

Le prix, qui est ici le coût du capital est à cet égard le premier mécanisme qui permet d'équilibrer l'offre et la demande de capital. Les projets d'investissement dont la rentabilité est inférieure au coût du capital sont théoriquement éliminés¹⁰⁷. Une condition *sine qua non* de création de valeur est, pour n'importe quelle firme, de servir une rémunération qui soit au moins égale au rendement d'un placement sans risque augmenté d'une prime de risque. Cette dernière correspond précisément au risque encouru par l'investisseur qui choisit de financer cette entreprise au lieu de placer son argent dans des produits d'épargne sans risque¹⁰⁸.

Cette exigence peut être formulée de la manière suivante :

¹⁰⁴ Il faut cependant noter que cette brusque montée en puissance du mouvement revendicatif des investisseurs ne signifie pas que les entreprises américaines soient devenues soudainement moins rentables qu'elles ne l'étaient auparavant. L'explication réside plutôt dans la profonde mutation du contexte. En effet, les années quatre-vingt correspondent à la fin des trente glorieuses, période au cours de laquelle les firmes enregistraient une progression importante et continue de leur chiffre d'affaire. L'atonie de la croissance s'accompagne d'un net recul du profit des sociétés ce qui entraîne, *ipso facto*, une dégradation du portefeuille des investisseurs. Nous verrons ultérieurement que ces faits revêtent une importance particulière au regard du débat portant sur les liens entre croissance et création de valeur.

¹⁰⁵ Indépendamment de la rentabilité des investissements présentés.

¹⁰⁶ ici au sens de leur rentabilité financière

¹⁰⁷ Hormis les investissements à caractère social ou présentant un intérêt public pour la collectivité dans son ensemble. Dans ce cas le financement est assuré par la puissance publique et là on sort de la sphère concurrentielle.

$$r_i = r_s + \beta r_m$$

r_i est le rendement d'un actif émis par l'entreprise i

r_s correspond au rendement d'un actif non risqué

r_m est la prime de risque du marché

β décrit le risque intrinsèque à la firme émettrice de l'actif

Ainsi, un bêta élevé ($\beta > 1$) signifie que l'action est très volatile et son risque plus élevé que la moyenne du marché. A l'inverse, lorsque le bêta est faible (largement inférieure à 1), l'action est peu volatile et l'entreprise est généralement perçue comme une valeur défensive.

Cette approche fondée sur l'analyse du couple risque/rentabilité est devenue presque incontournable depuis la généralisation dans la pratique des apports du modèle d'évaluation des actifs financiers (le MEDAF) de Markowitz vers la fin des années soixante dix. L'idée introduite par le MEDAF est que les rendements escomptés par les investisseurs sont liés au niveau du risque induit par la possession d'actifs financiers spécifiques.

Plus l'investissement est risqué, plus le rendement exigé est élevé. Cette exigence ressort alors dans le coût du capital qui devient relativement élevé ¹⁰⁹.

Si le MEDAF procède essentiellement d'une démarche prospective, consistant à estimer la valeur actuelle des profits futurs, les performances passées n'en demeurent pas moins nécessaires pour fixer la prime de risque. Une attention particulière doit néanmoins être accordée à l'examen des résultats comptables tant ceux-ci peuvent induire des erreurs sur la richesse créée.

b) La valeur actionnariale au-delà de l'illusion comptable

Le cabinet Price Waterhouse part du principe que « *une entreprise prend de la valeur pour ses actionnaires lorsque la rentabilité des capitaux investis dépasse leur coût* » (Black et al., 1997). La valeur actionnariale correspond alors à la valeur économique ¹¹⁰ d'une entreprise après déduction de ses dettes. Elle correspond à la valeur nette des *cash flows* futurs de l'entreprise actualisés au coût moyen pondéré du capital. En dépit de cette apparente simplicité, les méthodes comptables traditionnelles peuvent s'avérer insuffisantes, voire inadaptées pour rendre compte de la création de valeur.

La première et la principale difficulté réside dans l'hétérogénéité des normes comptables utilisées d'un pays à l'autre. En outre, la variation des régimes fiscaux ne fait qu'amplifier ces distorsions comptables. Dans ces conditions, comparer les

¹⁰⁸ Les obligations d'Etat fournissent l'ensemble des produits de référence à partir desquels sont calculés les primes de risque des firmes émettrices.

¹⁰⁹ Comparativement au coût moyen du capital sur le marché ou encore au coût du capital appliqué à des firmes du même secteur mais dont le risque estimé est plus bas.

¹¹⁰ Ou la valorisation marchande (par opposition à la valorisation comptable) des actifs de l'entreprise ou sa capitalisation

performances des firmes de même secteur et/ou de taille semblable mais obéissant à des régimes comptables et fiscaux différents s'apparente à de l'approximation ¹¹¹. De ce fait, le recours à un indicateur très utilisé tel que le bénéfice net par action peut être sujet à caution. Les travaux de Rawley T, et Lipston M portant sur les corrélations et le prix des actions et plusieurs ratios comptables de performance au sein de l'index S&P 500 montrent que les données basées sur le cash -flow telles que le CFROI ou le retour financier de l'investissement fournissent une meilleure explication.

Tableau n°1 : La meilleure explication de la variance des rapports marchés/données comptables de l'indice SP500 de 1982 à 1984

variable	R ²
BPA ROE ROI CFROI réel	<0,1 0,19 0.34 0.65
Source: Rawley T, Lipston M, (1985) « <i>Linking return measures to stock prices</i> », Molt planning associates, illinois Avec : B.P.A : qui est le bénéfice net par action R.O.E : le retour sur fonds propres R.O.I : le retour sur investissement C.F.R.O.I : le retour financier sur l'investissement ¹¹²	

Enfin, la méthode de calcul du résultat comptable semble contestable et, en tout état de cause, inappropriée pour rendre compte de la création de valeur. Rappelons que dans le résultat comptable, la rémunération prise en compte correspond au seul coût de la dette. La rémunération des fonds propres est par conséquent ignorée. Or le coût réel du capital est un coût global dans lequel figure la composante fonds propres. Pour le déterminer, on utilise le coût moyen pondéré du capital. Celui-ci est une moyenne pondérée par les quantités relatives de dettes et de fonds propres ¹¹³ entrant dans le financement total. Le coût moyen pondéré du capital (C.M.P.C) est une expression du rendement qu'une firme doit atteindre pour prétendre obtenir le capital financier qu'elle sollicite. Il exprime le coût d'opportunité de l'actif ainsi immobilisé.

Le C.M.P.C établit donc, « *le taux étalon correspondant par rapport auquel la performance doit être mesurée* » (A Black, et ali., p.46). Cette mesure du risque pondéré est donc sensible à la variation de la structure financière et notamment le ratio dettes/fonds propres. Mais plus fondamentalement, il montre que la création de valeur suppose pour chaque entreprise d'atteindre des rendements supérieurs à son C.M.P.C.

¹¹¹ C'est pourquoi toutes les firmes multinationales qui cherchent à accroître leur notoriété ainsi que la base de leur clientèle (et donc de leurs ressources) par le biais de la cotation sur le plus grand marché du monde, qui est le marché américain, doivent elles au préalable présenter leurs comptes conformément aux règles fixées par la S.E.C (*security exchange commission*). Récemment plusieurs entreprises européennes, y compris russes sont passées à l' *U.S GAP*.

¹¹² Il s'agit ici d'évaluer le rendement de tous les investissements de la firme, y compris ceux financés par dettes.

¹¹³ Notons à ce propos que dans l'approche de la valeur actionnariale développée par Price Waterhouse, le coût des fonds propres ne se limite pas comme c'est le cas dans le modèle traditionnel d'actualisation des dividendes, souvent utilisé par les actuaires, au paiement des dividendes mais intègre également l'appréciation du capital à travers l'évolution du titre en bourse.

Etant donnée les insuffisances et autres imperfections des mesures comptables traditionnelles, d'autres approches de mesure de la valeur créée, telles le CFROI, l'EVA et la MVA sont apparues. Loin de se baser sur les indicateurs classiques tels que le profit, elles privilégient les flux de cash flows.

c) La M.V.A et l'E.V.A ou la nouvelle approche de la valeur

La M.V.A ou « *market value added* » d'une firme désigne la valeur ajoutée marchande créée au terme d'un exercice ou après une autre période d'activité. Elle correspond au différentiel entre la valeur totale de la firme et le capital total.

$$\text{M.V.A} = \text{valeur totale} - \text{capital total}$$

Avec :

la valeur totale qui n'est autre que la capitalisation de la firme ;

le capital total englobe quant à lui l'ensemble des financements utilisés, financement externe et autofinancement, pendant la période considérée. La maximisation de la valeur ajoutée du marché ¹¹⁴ permet alors de répondre parfaitement à l'objectif traditionnel de maximisation de la richesse des actionnaires ¹¹⁵.

Outre ces indications sur l'évolution de la richesse pour les actionnaires, la MVA représente le baromètre du marché. D'une part, elle reflète la richesse des actionnaires, d'autre part, elle fournit l'estimation par le marché de la valeur actuelle nette d'un investissement et par extension de la valorisation de la firme. De ce point de vue, elle constitue un indicateur avancé de la performance de l'entreprise ¹¹⁶. Pour autant, la MVA ne constitue pas l'ultime mesure de la performance d'une firme ¹¹⁷. Dans la mesure où elle correspond à la richesse des actionnaires et dans l'hypothèse où la maximisation de cette richesse demeure le premier objectif de l'entreprise, le cabinet Stern Stewart propose une autre mesure de la valeur, l'EVA un moyen de maximiser la MVA. L'EVA (*economic value added*) ou valeur ajoutée économique est une approche qui vise à mesurer la valeur ajoutée effective créée par une entreprise au cours d'un exercice. Sa formulation est la suivante :

$$\text{EVA} = \text{Capital total. (rendement du capital total} - \text{CMPC)}$$

La première remarque qui ressort de cette formulation est relative au coût du capital. Le coût considéré dans la détermination de l'EVA est le CMPC, ce qui implique la prise en compte du coût des fonds propres. Dans l'esprit de l'EVA, une entreprise dont les profits

¹¹⁴ Ici, on évalue les actifs à leur valeur marchande et non à leur valeur comptable.

¹¹⁵ En revanche, cet objectif n'est pas forcément garanti par la maximisation de la valeur marchande totale de la firme. Celle-ci pouvant être obtenue par la simple augmentation des investissements et donc du volume des capitaux.

¹¹⁶ L'investisseur Warren Buffet, P.D.G de Berkshire Hathaway, considère la MVA comme une base correcte d'évaluation de la performance des firmes. Le suivi de la MVA est basé sur une période d'observation de cinq années.

¹¹⁷ Stewart S et ali, (1994), « EVAtm : fact and fantasy », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol 7, n°2 p.73

suffisent à peine à couvrir le CMPC ne crée pas de valeur¹¹⁸.

L'EVA tout comme la MVA ou d'autres modèles de la valeur actionnariale, est fondée sur les flux de trésorerie futurs. Ces modèles constituent de ce fait une généralisation des modèles de valeur actualisée nette (VAN) dont ils se distinguent néanmoins sur certains aspects. Alors que l'approche VAN standard souffre d'un manque de clarté par rapport au choix du taux d'actualisation¹¹⁹, ces nouveaux modèles de la valeur actionnariale privilégient une approche qui combine les analyses *ex post* et *ex ante* du marché. En outre, au lieu d'observer une situation sur plusieurs années, ces modèles sont construits sur une analyse fine de la situation d'une firme année après année. Chaque année, une marge, entre le rendement économique que réalise une entreprise et le coût de ses ressources financières, est calculée. La somme de ces marges équivaut aux valeurs actuelles nettes positives des modèles multipériodiques tels le modèle FCE (*free cash flows*) de la trésorerie disponible.

Parallèlement à l'EVA et à La MVA subsistent d'autres mesures de la création de valeur. C'est le cas du ratio Q de Tobin qui met en rapport la valeur de marché d'un bien (ou d'une firme) et sa valeur comptable ou sa valeur de remplacement mesurée en unités de devises courantes. D'un point de vue macroéconomique, un ratio supérieur à 1 signifie que la bourse évalue les actifs de l'entreprise au-dessus de leur coût. Une valeur élevée de Q constitue une incitation à investir dans l'entreprise. A l'inverse un Q faible, inférieur à l'unité, est synonyme de dépréciation des actifs de la firme. Dans cette circonstance, la propension à investir est réduite puisque cette dépréciation d'actifs entraîne une perte de valeurs pour les investisseurs. Toutefois, une telle situation peut représenter une opportunité pour des investisseurs et des managers qui s'estiment en mesure de mettre en place une nouvelle stratégie créatrice de valeur. Dans cette hypothèse, le rachat constitue une opportunité réelle dans la mesure où le coût de ces actifs sur le marché financier est inférieur au coût d'acquisition sur le marché des biens et services. *In fine*, le Q de Tobin est un important élément d'évaluation de la stratégie du management.

Par ailleurs, à coté de la stratégie suivie, les investisseurs ont aussi besoin de connaître (ou d'estimer) la valeur à long terme des firmes dans lesquelles ils investissent. La valeur résiduelle constitue à cet égard un raccourci permettant d'estimer la valeur d'une entreprise à l'issue de la période de prévision¹²⁰. Elle est obtenue par déduction de la valeur ajoutée économique (l'EVA) de la valeur ajoutée marchande (la MVA)¹²¹.

$$MVA = EVA + \text{valeur résiduelle} \quad \square \quad \text{valeur résiduelle} = MVA - EVA$$

¹¹⁸ Si l'on pousse un peu plus loin ce raisonnement et en se plaçant dans l'optique comptable traditionnelle, où le coût du capital est assimilé au seul coût des dettes, un résultat équilibré est plutôt synonyme de destruction de valeur.

¹¹⁹ Les primes de risque de marché variant considérablement d'une période à une autre, les observations relevées à un temps t donné peuvent se révéler inappropriées pour prévoir la prime de risque de la période suivante $t + 1$.

¹²⁰ Une entreprise étant par hypothèse une institution juridiquement pérenne.

¹²¹ Elle est également obtenue à partir de ce qu'on appelle le calcul permanent. Celui-ci consiste à diviser le cash flow de la fin de la période prévue, ou cash flow d'équilibre, par le CMPC.

La valeur résiduelle correspond à la valeur de revente potentielle de l'entreprise. Cette valeur correspond donc au « surplus » de valeur que peuvent obtenir les actionnaires à l'issue de la période d'investissement envisagée. Elle constitue à ce titre un élément important de l'approche de la valeur.

Au total, et à la faveur de la mondialisation et du développement des marchés financiers, les modèles d'évaluation des entreprises sur la base du critère de création de valeur actionnariale se multiplient et se perfectionnent. Dans ce contexte, les déterminants et les soubassements de la création de valeur revêtent une importance grandissante eu égard à leurs conséquences tant au niveau de la firme qu'à l'échelle des relations qui structurent l'économie tout entière.

2) Les déterminants de la création de valeur

La création de richesses, raison d'être de toute entreprise économique, obéit à des stratégies précises dont il est important de connaître les déterminants. Les modèles de valeur actionnariale précédents mettent en exergue trois éléments fondamentaux qui sous-tendent le fonctionnement de toute firme, la croissance, le rendement et le risque. Selon des paramètres tels le secteur d'activité, la situation de la firme ou le contexte macroéconomique, la combinaison de ces éléments peut être source de création de valeur, ou au contraire conduire à sa destruction. Il convient dès lors d'identifier, au-delà de ces précisions, les déterminants essentiels de la création de valeur ¹²².

a) La croissance du chiffre d'affaires

Premier maillon de la chaîne de valeur, la croissance conditionne la pérennité même de l'entreprise. Certes, une réduction de la taille de la firme, à travers des cessions par exemple, peut contribuer à court terme à l'augmentation de la valeur créée grâce aux ressources financières ainsi dégagées. A long terme toutefois, une création de valeur durable sans croissance du chiffre d'affaires n'est pas envisageable. A périmètre constant, une création permanente de valeur suppose une hausse exponentielle du taux de rentabilité de l'investissement initial. Or la rentabilité et la productivité ne sont pas extensibles à l'infini. L'accroissement du chiffre d'affaires, à travers l'extension des capacités de production, des gains de part de marché, des investissements de diversification, ou des combinaisons entre effet prix et effet volume, constitue donc une condition nécessaire à la préservation du processus de création de valeur ¹²³.

Par ailleurs, les nouveaux investissements sous forme d'actifs immobilisés, en recherche et développement (croissance interne) ou en nouvelles acquisitions (croissance externe) et les besoins en fonds de roulement qu'ils engendrent mobilisent souvent des volumes importants de capitaux. Or cet argent immobilisé vient en déduction des flux de trésorerie disponible, et par extension de la valeur à distribuer.

¹²² Selon Copeland et ali. (1996, pp106-107) les déterminant génériques de la valeur manquent de spécificité.

¹²³ Les modèles de gestion par la valeur intègrent de fait cette donnée puisqu'ils sont basés sur l'actualisation des flux futurs de trésorerie, ce qui suppose une croissance tendancielle de l'activité.

A court terme, la croissance peut donc ralentir le processus de création de valeur. Ce ralentissement sera alors d'autant plus marqué que la réaction du marché envers ces nouveaux investissements est mitigée voire négative¹²⁴. A long terme, les investissements consentis généreront des revenus supplémentaires viendront gonfler la trésorerie de la firme. Néanmoins, en dépit de son importance vitale, la croissance n'est pas automatiquement synonyme de création de valeur.

Shleifer et Vishny (1989), ont montré que la croissance occupe une place centrale dans le dispositif d'enracinement que les dirigeants tentent de mettre en place. D'une part, l'augmentation de la taille, par la multiplication des investissements, rend une prise de contrôle plus lourde et plus onéreuse pour d'éventuels prédateurs, d'autre part, la croissance peut servir, à travers une forte diversification, à réduire la visibilité sur les résultats pour réduire la probabilité de sanction de l'équipe dirigeante par les actionnaires¹²⁵. Enfin, les managers peuvent recourir à la croissance en vue d'accroître leur rémunération ainsi que leur prestige. Ces deux variables étant traditionnellement des fonctions croissantes de la taille (Murphy, 1985).

Ces cas mis à part, la croissance peut contribuer à la création de richesses en donnant à la firme une taille critique lui permettant de réaliser des économies d'échelle. La course à la conquête de parts de marché devenant un élément clé dans la compétition mondiale¹²⁶, le but ne se limite pas à gagner plus que son coût de capital, mais de capter la part de marché la plus élevée possible dans les secteurs porteurs¹²⁷. Ainsi, plusieurs entreprises de semi-conducteurs enregistrent des retours sur investissement qui dépassent largement leur coût de capital. Intel¹²⁸ est la firme qui a le plus profité de la richesse créée dans le secteur tout au long de la décennie 1990. Par exemple, cette stratégie de « *global competitors* » ne s'appuie pas exclusivement sur la croissance du chiffre d'affaires, elle suppose également la mise au point de nouveaux produits et services porteurs d'une forte valeur ajoutée tant pour les consommateurs que pour la firme elle-même, ce qui suppose la mise en place d'une stratégie d'innovation technique efficace.

b) L'innovation

¹²⁴ Dans ce cas de figure en effet, la baisse des cours peut intervenir dans un moment où la firme a besoin de recourir à un financement externe de ces nouveaux investissements. Les conditions financières de cet appel public à l'épargne peuvent alors être défavorables en dépit des fondamentaux de la firme.

¹²⁵ Ce manque de visibilité peut également être mis à profit par les managers pour accroître les prélèvements sur l'entreprise. Ces prélèvements seront alors éparpillés dans différents postes de dépenses. Le débat sur les montants alloués aux programmes de recherche et développement est significatif à cet égard.

¹²⁶ Les mouvements de fusion acquisition participent pour une large part de cette logique.

¹²⁷ Hamel G.,(1998), « Opinion : strategie and the question of value », *Sloan Management Review*, winter, p.8

¹²⁸ Comme l'atteste l'évolution de sa capitalisation par rapport à la capitalisation totale du secteur sur dix ans.

Si la croissance est un des moyens d'accroissement de la richesse, l'innovation ¹²⁹ est la source même de la création de valeur. La stratégie d'innovation conditionne le développement et la pérennité de toute firme. Pour les nouvelles entreprises, l'innovation est ainsi la seule voie permettant de se distinguer puis de survivre face à des entités fortement établies et dotées d'un fort capital ¹³⁰ de départ. L'innovation constitue en d'autres termes, le meilleur moyen pour lutter contre les barrières à l'entrée. Dans l'autre sens, les firmes déjà en place utilisent le moteur de l'innovation pour améliorer et renouveler leurs offres de biens et services de manière à fidéliser et accroître leur clientèle et à consolider ainsi leur position concurrentielle. En dépit de ces évidences, le recours à l'innovation pour créer de la valeur actionnariale peut se révéler problématique à certains égards.

Les dépenses de recherche et développement mobilisent parfois des ressources importantes sur une période plus ou moins longue. A court terme, ces investissements induisent un recul de la performance de la firme. Si cette baisse intervient dans un contexte de hausse des marchés financiers, et si ces derniers mettent longtemps avant de reconnaître la qualité réelle des nouveaux projets de la firme, cette dernière peut subir une sanction boursière ¹³¹ entraînant une baisse de la richesse des actionnaires. Celle-ci peut à son tour engendrer des pressions court-termistes contre-productives.

De manière analogue, les managers peuvent pâtir de la baisse de la performance de la firme avec des réductions plus ou moins importantes de rémunération. Dans le cas où certains d'entre eux seraient proches de la retraite, de tels investissements en recherche et développement seraient peu attractifs puisqu'ils en supporteraient le coût sans espoir d'en récolter les bénéfices. Dechow et Sloan (1991) et Murphy et Zimmerman (1993) relèvent que les dépenses en recherche et développement déclinent à mesure que les principaux dirigeants s'approchent de l'âge de la retraite. Le problème d'horizon temporel peut également se traduire par le rejet par les managers de projets ambitieux mais coûteux pour ne pas s'exposer à la réaction immédiate du marché qui soit une O.P.A sur leur firme et/ou leur remplacement (De Angelo et Rice, 1983).

Un autre aspect important de l'innovation concerne la spécificité de l'actif et son caractère plus ou moins tangible. Les dépenses de recherche et développement sont assimilées à des actifs non tangibles ¹³². Or les actifs tangibles sont relativement spécifiques ¹³³ et leur valeur liquidative n'est par conséquent pas élevée. Le financement de ces activités par recours à l'endettement est peu vraisemblable. La mobilisation de

¹²⁹ Dans toutes ses dimensions technique, technologique et organisationnelle.

¹³⁰ En plus de l'assise financière, les anciennes firmes jouissent d'un capital expérience et d'un capital notoriété dont ne disposent pas les nouveaux entrants.

¹³¹ Selon Byrd J., (1998), les secteurs industriels où les cycles de développement de nouveaux produits sont longs et nécessitent le secret pour leur réussite sont particulièrement vulnérables aux problèmes d'horizon temporel. « Stockholder- manager conflicts and firm value », p.16

¹³² Eu égard à leur caractère immatériel et leur rentabilité plus ou moins aléatoire.

fonds propres d'origine externe n'est pas, quant à elle, exempte d'obstacles. La solution de ce *puzzle*, à savoir encourager les stratégies d'innovation créatrices de valeur tout en écartant les dépenses qui ne servent qu'à renforcer l'enracinement du «management » soulève la question de la nature des relations qui lient la firme à ses actionnaires. Le poids des actionnaires dans les prises de décision stratégiques majeures, la nature de leurs relations avec les *insiders*, leurs modes d'information, constituent autant de paramètres déterminants dans leur engagement à fournir les fonds nécessaires aux financements des opérations d'innovation.

La réussite des stratégies d'innovation dépend aussi pour partie de la nature des liens avec certains autres catégories de *stakeholders*. L'innovation le résultat de la transformation d'un nouveau paradigme, d'une recherche fondamentale, en un projet concret. Ce processus repose sur des compétences humaines. Cela suppose donc un investissement humain spécifique à la firme¹³⁴. Du strict point de vue de la création de la valeur actionnariale, une telle situation peut être problématique pour la firme. L'acquisition d'un avantage comparatif que confère l'innovation suppose un investissement coûteux en capital humain¹³⁵. Lorsque l'investissement visé est spécifique, la firme doit verser des quasi-rentes qui réduisent les coûts de sortie encourus par les salariés concernés par cet investissement. Enfin, l'établissement d'une relation de long terme constitue un gage permettant de fidéliser les employés, en particulier les plus convoités d'entre eux sur le marché du travail¹³⁶. Toutefois, dans les périodes de crise (récession, bas de cycle, ...) la tentation de créer la valeur par le biais du recours au « *downsizing* » peut être grande¹³⁷. Cette éventualité, et la nécessité de disposer d'une certaine flexibilité ne militent pas en faveur de tels contrats. Or en l'absence de tels engagements, le développement d'un investissement humain spécifique à la firme induit des risques dont les coûts sont entièrement portés par certains *stakeholders*. En effet, lorsque des salariés, qu'ils soient ouvriers spécialisés, ingénieurs ou cadres dirigeants développent une expertise et un savoir-faire très spécifique à l'activité de l'entreprise qui les emploie, leur capital humain devient un actif faiblement redéployable. De ce fait, toute rupture du contrat qui les lie à la firme ou toute liquidation de celle-ci rend leur position très inconfortable sur le marché du

¹³³ Selon M Choate (1997, p.87), la tangibilité est une approximation de la spécificité en ce sens où les actifs fortement tangibles sont relativement non spécifiques tandis que les actifs non tangibles sont vraisemblablement plus spécifiques aux objectifs de la firme. Notons cependant que cette approximation n'est pas parfaite. Des actifs non tangibles, tels que les brevets, peuvent avoir parfois une valeur liquidative élevée.

¹³⁴ Milgrom P et Roberts J., (1992, p471) résumant cela par le savoir, les compétences et les relations interpersonnelles qui accroissent la productivité des travailleurs dans leur emploi courant mais, qui sont sans utilité si le travailleur change de firme.

¹³⁵ Les surenchères auxquelles se livrent les entreprises pour attirer dans leur giron les meilleures compétences en matière de nouvelle technologie constituent un exemple concret de ces coûts

¹³⁶ Car il s'apparente alors à un engagement crédible.

¹³⁷ La masse salariale représentant une partie importante des coûts fixes, sa réduction se traduit mécaniquement par l'augmentation du profit à court terme.

travail ¹³⁸. Ce dilemme montre que l'innovation a des coûts qui peuvent être d'autant plus élevées que le risque est important ¹³⁹. La maîtrise du coût du capital devient dès lors un élément déterminant dans les choix de l'entreprise.

c) Risque et coût du capital

Les méthodes d'évaluation des entreprises par le marché sont basées sur l'actualisation des cash flows futurs. Partant d'une situation donnée cette projection intègre, partiellement du moins, l'hypothèse « *ceteris paribus* » ¹⁴⁰. Or comme tout pari sur l'avenir, de telles prévisions impliquent un degré d'incertitude. L'exercice de l'activité de toute firme comporte un certain risque, qui est d'ailleurs inhérent à toute activité économique. La prise en compte de ce risque doit apparaître dans le coût du capital.

Le coût moyen pondéré du capital intègre le risque encouru par les créanciers à travers la prime exigée par rapport aux placements sans risque. Pour les actionnaires, ce risque est incorporé dans le rendement des fonds propres exigé à travers notamment le choix du bêta. Dans la mesure où la création de valeur correspond à la maximisation de l'écart entre la valeur boursière et les sommes investies, une réduction du coût du capital est de nature à augmenter la valeur créée. Cette réduction peut s'obtenir de différentes manières parmi lesquelles :

- des perspectives de résultats encourageantes à travers des plans d'amélioration de la productivité ;
- une stratégie d'innovation axée sur des secteurs porteurs de telle sorte que la durée de la croissance, période au cours de laquelle l'entreprise conserve son avantage concurrentiel, soit très étendue ¹⁴¹. Plus cette période est longue, plus les flux de trésorerie attendus sont importants et moins le coût du capital est élevé ;
- enfin, une bonne notoriété de la firme qui conduit à des jugements positifs de la part d'agences de notation. Une notation satisfaisante par rapport à la concurrence, permet alors de lever des fonds à moindres coûts.

Dans ces deux derniers cas, la stratégie de la firme doit s'inscrire dans le long terme ¹⁴², ce qui suppose une résistance aux pressions court-termistes du marché ainsi qu'une absence de comportements opportunistes de la part de certains *stakeholders*. Dans le cas contraire, les managers peuvent par exemple être tentés d'agir sur la structure

¹³⁸ financière de la firme dans leurs seuls intérêts ou s'allier avec une catégorie de
Certes, la liquidation est une option très peu probable dans la mesure où des actifs faiblement redéployables supposent théoriquement un financement par fonds propres (Williamson, 1988, p.581). En contre partie, cette structure de gouvernance où, les actionnaires ont un plus grand pouvoir, est plus propice au *downsizing*.

¹³⁹ L'échec commercial de l'avion supersonique « le concorde » est une illustration de ces risques.

¹⁴⁰ Notamment en ce qui concerne le contexte global.

¹⁴¹ Ce qui revient à offrir une forte visibilité à long terme.

¹⁴² Etant donné que le choix du bêta tient compte fortement de l'état de la firme sur un certain nombre d'exercices passés.

stakeholders au dépend d'une autre. Ainsi, pour valoriser leurs stock options ¹⁴³, ces managers peuvent opter pour des projets plus risqués mais dont l'espérance de gain est plus élevée. Si ses investissements aboutissent, le surplus de gains revient intégralement aux actionnaires et aux détenteurs de stock options. En revanche, leur échec accroît considérablement le risque encouru par les créanciers et se traduit par une dépréciation de la valeur de la dette.

De la même façon, le rachat d'actions qui permet de réduire le coût du capital à court terme peut s'avérer contraire à l'intérêt des salariés. Lorsqu'il n'intervient pas dans des circonstances précises, telle qu'une forte décote passagère des actifs de la firme, ce rachat est susceptible de peser sur les capacités de financement de la firme et limiter sa croissance future, ce qui constitue une menace pour l'emploi. Dans ces circonstances, on peut se demander si cette stratégie de création de valeur peut être optimale dans la mesure où la pleine adhésion des *stakeholders* est peu vraisemblable.

Au total, la croissance et l'innovation constituent sans conteste le moteur de la création de richesses tandis que la maîtrise du coût du capital et les politiques incitatives fournissent de puissants stimulants à ce processus. Toutefois, les problèmes inhérents à la mise en place de chacune de ces stratégies nous conduisent à nous interroger sur les conséquences des modalités de la répartition de la valeur sur la performance de l'entreprise. Cela revient à cerner les implications d'une gestion par la valeur sur le mode de gouvernance de la firme. Les écarts de performance existant entre firmes de différents pays et entre PME et grandes entreprises conduisent Charreaux et Desbrières (1998) à lier directement la création de valeur au système de gouvernement d'entreprise en vigueur ¹⁴⁴. On peut également inverser la causalité et suggérer l'idée que le choix d'une gestion sur la base de la création de la valeur actionnariale préfigure les objectifs de la firme et influence son schéma de gouvernement. Saisir les interactions entre ces variables permettraient mieux de situer les conséquences sur les modes de financement et les retombées pour les *stakeholders*.

II) Implications en matière de gouvernement de la firme

1) La protection des investisseurs ultime objectif de la firme

Les nouvelles approches de la valeur fixent à l'entreprise un seul et unique objectif, celui de maximiser la valeur créée pour les seuls actionnaires. Elles constituent en cela un prolongement de la vision microéconomique traditionnelle qui faisait de l'entreprise une fonction à maximiser la valeur des fonds propres. Mieux encore, le caractère prééminent de l'intérêt exclusif de l'actionnaire est renforcé. Ces nouvelles approches ne se contentent pas d'insister sur la primauté absolue de l'accroissement de la richesse des actionnaires mais s'accompagnent également de normes de rentabilité que les équipes managériales se doivent d'atteindre ¹⁴⁵.

¹⁴³ Qui tendent à occuper une place incontournables dans les stratégies de rémunération et d'incitation des entreprise.

¹⁴⁴ Charreaux G., Desbrières Ph., (1998), « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance, contrôle et gestion*, vol 1 n°2, juillet p.58 (pp57-88)

Dans un premier temps, la prééminence de la défense de l'intérêt des actionnaires puise sa légitimité dans le cadre légal fourni par la théorie des droits de propriété. La théorie de l'agence approfondit l'analyse des conséquences de la séparation de la propriété et du contrôle. Elle relève la vulnérabilité du statut de l'actionnaire¹⁴⁶ dans les dispositifs contractuels qui régissent le fonctionnement des entreprises. Partant de ce constat, l'approche principal/ agent préconise certaines stratégies axées prioritairement sur la défense de l'intérêt des actionnaires. Enfin, s'inspirant de ces différents acquis théoriques, les nouvelles approches de la valeur actionnariale tentent de donner des outils plus perfectionnés de mesure de la valeur actionnariale tout en mettant en avant les effets nécessairement bénéfiques pour l'ensemble de la firme d'une gestion par la valeur¹⁴⁷.

a) Propriété et contrôle : la problématique du statut de créancier résiduel

Le formidable essor de l'entreprise managériale depuis la seconde moitié du vingtième siècle a suscité et suscite encore un intérêt grandissant pour le fonctionnement de la firme et ses problèmes d'organisation.

Dans cette perspective, le gouvernement d'entreprise participe des tentatives de résolution des problèmes nés de la séparation de la propriété et du contrôle. Dans sa version restrictive, l'objectif du gouvernement d'entreprise consiste à explorer les méthodes et moyens les plus à même de garantir aux fournisseurs de capitaux un retour sur investissement. Théoriquement, les investisseurs signent un contrat qui spécifie ce que les managers doivent faire avec les fonds et comment les bénéfices sont distribués. Idéalement, ce contrat doit préciser les actions à prendre dans tous les états de la nature¹⁴⁸.

Or la plupart des contingences sont difficiles à anticiper et à décrire. Par conséquent, les contrats complets sont techniquement infaisables (Schleifer et Vishny, 1997, p.741). Pour remédier à cette difficulté majeure, les financiers et les managers doivent allouer les droits de contrôle résiduels qui, précisent les droits de prendre des décisions dans des situations non prévues par le contrat (Grossman et Hart, 1986, Hart et Moore, 1990).

La théorie des droits de propriété examine la question de la répartition de ces droits. Au-delà de sa qualité de créance résiduelle, l'action représente avant tout un titre de

¹⁴⁵ Avant même l'apparition du thème de l'investissement dans la nouvelle économie, qui présente des perspectives de croissance et de profit inconnus jusque là, la norme de 15% de retour sur fonds propres était devenu un baromètre à l'aune duquel était jugée la performance des entreprises.

¹⁴⁶ Eu égard notamment aux garanties contractuelles qui protègent ou qui sont censées protéger les autres *stakeholders*.

¹⁴⁷ Il est intéressant de noter comment malgré un changement de paradigme, à savoir le passage d'une firme assimilée à une boîte noire à une firme réseau ou nœuds de contrats avec la reconnaissance explicite et explicitée d'une possibilité de conflits d'intérêts, la théorie néoclassique « réussit » à défendre le même postulat qu'est celui de la maximisation de la valeur des fonds propres, même si pour cela on introduit d'autres concepts voire d'autres arguments.

¹⁴⁸ C'est à dire spécifier la solution correspondant à tous les cas de figure qui peuvent se présenter.

propriété. Or l'un des principes de base de la théorie des droits de propriété est l'exclusivité. En vertu de ce principe, le détenteur de ces droits est le seul à supporter toutes les éventuelles conséquences négatives résultant d'une mauvaise utilisation ou d'une dégradation de ces droits. Cette forte exposition au risque trouve sa contrepartie dans le fait que le détenteur de ces droits bénéficie également de l'intégralité des profits potentiels (*le fructus*).

En agent rationnel qui cherche à maximiser son utilité, l'actionnaire doit veiller à une utilisation optimale de ses droits¹⁴⁹, mais dans la mesure où l'actionnaire ne peut utiliser lui-même ses capitaux¹⁵⁰, il doit exercer un contrôle sur le mandataire chargé de cet usage. On peut vraisemblablement supposer que cette surveillance ne peut empêcher une forte atténuation de ces droits que si le contrôle est du ressort exclusif des propriétaires, donc des actionnaires¹⁵¹. En pratique, ce n'est pas le cas. Ainsi, dans les organisations complexes, on trouve souvent une délégation de contrôle qui s'apparentent à des formes intermédiaires d'autorité, à mi-chemin entre l'absence de contrôle et le contrôle total. Selon Hart (1995, p.63) le schéma contrôle résiduel/revenu résiduel qui caractérise les grandes entreprises managériales relève également de cette forme intermédiaire de contrôle. Pour autant, cet exercice partiel du contrôle ne remet pas entièrement en cause l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires. En effet, l'attribut de créancier résiduel du propriétaire lui permet, à travers l'exercice de ces droits de contrôle résiduels, de superviser la répartition du bénéfice résiduel. Cette qualité de requérant permet également à l'actionnaire de réserver l'usage de ses actifs à la meilleure équipe managériale. Conformément à l'hypothèse de maximisation de l'utilité individuelle, la sélection portera sur les managers susceptibles de réaliser les profits résiduels les plus élevés.

Cette perspective favorise par conséquent la mise en place d'une gestion orientée vers la maximisation de la valeur actionnariale. Implicitement, cela suppose que les deux aspects de la propriété, le bénéfice résiduel et le contrôle résiduel soient associés. Leur forte complémentarité milite en faveur de leur allocation à une même personne, en l'occurrence le requérant résiduel¹⁵². *A contrario*, leur séparation conduit inéluctablement à un problème de *hold up*¹⁵³. Lorsque le contrôle n'est pas exercé par le bénéficiaire résiduel, les incitations à maximiser la valeur créée ne sont pas fortes.

Enfin, à côté de ces arguments théoriques, les nouvelles approches de la valeur justifient la primauté de l'intérêt des actionnaires par la plus grande facilité qu'ont les

¹⁴⁹ L'exclusivité s'appliquant tant au profit qu'à l'utilisation (usus) de ces droits.

¹⁵⁰ Du fait entre autres de son incompétence managériale ou par souci de diversification du portefeuille.

¹⁵¹ Toutefois, le phénomène du passager clandestin (Grossman et Hart, 1980a) est susceptible de diluer la portée d'une telle mesure.

¹⁵² Hart O., (1995), *firms, contracts and financial structure*, Clarendon press, Oxford, p.64

¹⁵³ Les faibles performances du secteur productif des pays d'Europe de l'Est au moment où leurs économies étaient fortement administrées, s'expliqueraient, en grande partie, par cette dissociation.

managers à gérer en poursuivant un objectif unique et par les effets d'entraînement d'une telle gestion sur l'ensemble de la firme.

b) Un objectif unique est synonyme d'une plus grande efficacité

A première vue, l'entreprise à visage humain au sein de laquelle les intérêts de toutes les parties priment sur les intérêts particuliers paraît plus cohérente. Partant de cette critique préliminaire, Black A et alii (1997) de Price Waterhouse constatent qu'une gestion basée sur la conciliation entre divers impératifs est d'autant plus difficile qu'avec la tendance actuelle à la décentralisation des entreprises, les cadres prennent en permanence des décisions ayant des implications sur la valeur. En l'absence d'objectif bien déterminé, le processus décisionnel risque d'être complexe. Ainsi, la décision d'entreprendre un investissement qui satisfait les consommateurs et qui génère une forte valeur ajoutée, si les effectifs sont réduits, risque d'être problématique.

Cet exemple illustre la paralysie qui peut naître de situations où les intérêts sont opposés, tant que des priorités ne sont pas clairement établies. Ce flottement dans le processus décisionnel peut entraîner un *statu quo* susceptible de ralentir l'expansion de la firme ainsi que l'accroissement de son bénéfice. Or une faible rentabilité, n'est pas de nature à attirer les investisseurs, et une dégradation de la note peut être synonyme d'un renchérissement du coût du capital¹⁵⁴. Un management par la valeur permet de centrer les efforts de l'entreprise sur un objectif unique et identifiable. Fixer un objectif unique à l'entreprise permet d'une part d'éviter les nombreux écueils liés aux conflits d'intérêts d'autre part, les cadres et les managers de la firme deviennent plus responsables dans la mesure où leurs efforts sont quantifiables et peuvent être évalués à l'aune des objectifs inscrits en matière de création de valeur¹⁵⁵.

L'unicité de l'objectif ne signifie pas pour autant que la firme ignore ses autres partenaires et *stakeholders*. Une firme rentable et disposant d'une bonne santé financière est plus à même de procurer du travail à ses sous-traitants ou autres fournisseurs. De même elle est mieux armée pour recruter de nouveaux employés ou pour préserver ses ressources humaines lors des baisses conjoncturelles d'activité. Dans l'optique de la gestion par la valeur, les licenciements ne doivent intervenir que si la baisse d'activité est structurelle. Dans ce cas, le maintien de l'emploi est réellement contre-productif. Enfin, la concentration sur la création de valeur permet à la firme de dégager des ressources qui garantissent sa pérennité et dont une partie peut revenir aux employés sous forme d'augmentation de salaires ou d'intéressement. A *contrario*, une entreprise pour laquelle la création de richesses ne constitue pas l'objectif primordial a peu de chance d'émerger

¹⁵⁴ Il faut néanmoins souligner que ce schéma théorique n'est pertinent que dans le cadre d'une économie de marché où la rentabilité financière occupe une place importante. En France, où l'économie de crédit administré a longtemps prévalu, ce système de notation n'avait aucun sens puisque l'octroi de crédit obéissait à des objectifs quantitatifs eux-mêmes dictés par des impératifs de niveau d'inflation, de priorités industrielles, ...

¹⁵⁵ Comme le fait remarquer Samuel Brittan (1996), « *les gens fonctionnent mieux quand ils ont des responsabilités spécifiques qu'ils doivent justifier par des moyens transparents, vérifiables et qui respectent la nature humaine* », Financial Times, 1 février 1996.

ou de survivre longtemps devant la concurrence ¹⁵⁶ . Elle offre de ce fait une visibilité réduite qui ne lui permet pas à terme de garantir l'emploi ni les exigences des différents *stakeholders*.

Au total, plus qu'à une unicité de l'objectif, le management par la valeur s'apparente à une stricte hiérarchisation des objectifs. La maximisation de la valeur actionnariale entraînant la satisfaction des aspirations d'autres stakeholders tels que les salariés mais aussi les consommateurs. Eriger la maximisation de la valeur en priorité absolue signifie que les actionnaires sont les dépositaires réels du pouvoir au sein de l'entreprise.

2) Valeur actionnariale et mode de governance

La création de valeur actionnariale suppose un schéma de governance dans lequel les actionnaires disposent d'une influence considérable. Or, dans la mesure où les managers sont les agents chargés de la gestion quotidienne de la firme, leur espace discrétionnaire est important. La redéfinition de la latitude managériale revêt dès lors un caractère important.

a) La position des managers

En tant que principal organe décisionnel, le management occupe une place centrale au sein de la firme (Williamson, 1985, p.311). Etant donné leur participation relativement limitée au capital des entreprises qu'ils dirigent, les managers sont toutefois considérés comme des agents employés par les principaux qui sont les actionnaires. Ces derniers louent leur force de travail en contrepartie d'une rémunération et d'avantages non pécuniaires liés à la fonction de direction. De ce point de vue, le manager n'est qu'un facteur de production soumis au contrôle et à l'évaluation du marché du travail des dirigeants.

Cette analyse traditionnelle suppose implicitement un comportement passif des dirigeants (Charreaux, 1996, p.52). Or ce sont ceux qui ont la charge de veiller au bon fonctionnement du nœud de contrats constitutif de la firme. Cette position leur confère un avantage informationnel certain par rapport aux *outsiders*. En admettant l'hypothèse de marché incomplet ou d'une efficience semi-forte, les managers doivent au contraire avoir un comportement actif. Dès lors, la nature des objectifs poursuivis se pose avec d'autant plus d'acuité que l'espace discrétionnaire est important.

En considérant l'attitude des différents acteurs de l'entreprise envers le risque, la théorie de l'agence conclut que contrairement aux principaux qui sont neutres, les managers sont plutôt averses au risque. Cette différence s'explique par le fait que les premiers ont la possibilité de diversifier leur portefeuille tandis que l'emploi et les revenus des seconds sont fortement liés à la santé d'une seule entreprise. Cette aversion au risque se traduit par des coûts d'opportunité pour les actionnaires qui préfèrent que les

¹⁵⁶ Bien entendu, on peut opposer à cela l'exemple d'entreprises telles que Renault ou la SNCf qui tout en poursuivant des objectifs industriels et sociaux loin de ces impératifs de création de valeur, ne se sont pas moins développées. Néanmoins, le contexte ici est différent puisque dans le cas des chemins de fer la concurrence n'existe pas encore tandis que Renault a jusqu'à son ouverture de capital bénéficié de l'appui de son actionnaire public, en l'occurrence l'Etat. .

agents maximisent leur retour sur investissement même au prix d'un risque plus élevé (Garen, 1994). Conséquence de ces antagonismes, deux stratégies peuvent s'affronter.

La première développée par les managers consiste à mettre en place une stratégie d'enracinement, gage d'une meilleure sécurité pour leur emploi et par extension, pour leur richesse. A l'inverse, les investisseurs vont développer une seconde stratégie destinée à changer l'orientation des managers. Celle-ci allie mécanismes disciplinaires et incitations en vue d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires. Ces aspects constituent le principal défi du gouvernement d'entreprise, dans sa version restrictive.

b) Le gouvernement d'entreprise dans l'optique principal/agent

Les approches de la valeur qui s'inscrivent dans le prolongement de la théorie de l'agence, dressent les critères que la firme doit respecter pour maximiser la richesse créée. Dans cette optique, le gouvernement d'entreprise doit fournir un cadre adéquat à la réalisation de cet objectif compte tenu des principales contraintes posées. Celles-ci portent principalement sur le comportement des dirigeants et son impact sur la valorisation de la firme.

B₁ - CONFLITS D'INTÉRÊTS ET VALORISATION DE LA FIRME

b_{1.1} Les intérêts particuliers des managers

La performance de la firme est fortement liée aux décisions managériales concernant la méthode de produire, les marchés à acquérir, la politique financière,...

La qualité de ces décisions dépend non seulement du professionnalisme de l'équipe dirigeante mais également de ses incitations à agir dans le sens de la création de valeur pour les actionnaires. Or sur certains aspects particuliers de la gestion de la firme, les managers peuvent avoir des préférences qui n'épousent pas nécessairement les choix des actionnaires. Ainsi, dans des firmes où l'évaluation exacte du travail fournie est difficile à réaliser, les managers peuvent ne pas optimiser leur effort. Ainsi, Roseinstein et Wyatt (1994) observent-ils une baisse des cours des actions lorsqu'un des principaux dirigeants donne son accord pour siéger au conseil d'administration d'une autre entreprise. Certes, ces activités externes peuvent bénéficier aux managers qui voient augmenter leur prestige et leurs prestations. Cependant, elles signifient également que le temps et l'attention consacrés à la firme diminuent ce qui peut se répercuter négativement sur les performances de l'entreprise.

b_{1.2} Le problème d'horizon temporel

Une autre source potentielle de litige entre actionnaires et managers concerne le problème de l'horizon temporel. Tandis que l'horizon des actionnaires est en principe infini¹⁵⁷, celui du management ne s'étend pas au-delà de sa présence au sein de la firme. A titre d'exemple, un dirigeant dont le départ à la retraite est proche peut diminuer les

¹⁵⁷ Puisqu'il est aligné sur celui de la firme dont la durée de vie est par hypothèse illimitée.

dépenses de recherche et développement dont il supporte en partie les coûts¹⁵⁸ alors que les retombées profiteront à son successeur. Murphy et Zimmerman (1993) et Deshow et Sloan (1991) constatent effectivement un recul des dépenses en recherche et développement à mesure que les principaux dirigeants approchent de la retraite. Cependant, si Deshow et Sloan (1991) attribuent ce recul au problème d'horizon temporel, Murphy et Zimmerman (1993) expliquent cela par la faible performance de la firme. Ce problème d'horizon temporel se pose avec d'autant d'acuité que le marché tarde à reconnaître la qualité réelle des nouveaux projets de la firme. Les secteurs pour lesquels les cycles de développement de nouveaux produits sont longs et nécessitent un certain secret sont particulièrement vulnérables à ces problèmes d'horizon temporel¹⁵⁹. En outre, un manager exposé aux sanctions du marché des prises de contrôle des entreprises et à celles du marché du travail des dirigeants, peut adopter une attitude court-termiste le conduisant à ne retenir que les projets dont le flux initial de *cash flow* est élevé même si leur V.A.N (ou autre E.V.A) n'est pas la meilleure.

b_{1.3} La politique d'investissement

La politique d'investissement, en particulier l'allocation des ressources constitue une autre source potentielle de divergence entre l'exécutif et les actionnaires. Les managers peuvent dévier de la stratégie optimale de point de vue de la création de valeur actionnariale chaque fois que ce choix alternatif leur permet de mieux optimiser leur propre fonction d'utilité.

En matière d'investissement, les dirigeants peuvent privilégier la croissance même si cela doit se faire au détriment de la rentabilité. L'augmentation de la taille de la firme se traduit alors par une hausse de leur revenus et de leur prestige. Murphy (1985) constate en effet que les salaires des P.D.G sont une fonction croissante de la taille. Les projets d'investissement entrepris vers la fin des années quatre-vingt alors même que le prix du brut était à son plus bas niveau illustrent bien ce gaspillage des ressources¹⁶⁰. La théorie du libre *cash flow* (Jensen, 1986) décrit bien ce phénomène de surinvestissement. Cette pratique est fréquente chez les dirigeants des sociétés qui opèrent dans des secteurs déjà matures. Elles dégagent d'importants *cash flow* mais disposent de faibles opportunités d'investissement.

le choix des projets d'investissement ne se limite pas à des considérations de taille. Les dirigeants peuvent asseoir leur position en optant pour des projets caractérisés par une plus grande asymétrie d'information ou ceux dont la rentabilité est fortement liée à leurs compétences spécifiques. Cette asymétrie d'information accroît l'incertitude des investissements entrepris et réduit leur visibilité. Cette situation est alors doublement

¹⁵⁸ Ces dépenses peuvent induire à court terme une baisse de la performance de la firme. Cette baisse affectera la partie variable de la rémunération ce qui peut entraîner une baisse des revenus des ménages.

¹⁵⁹ Byrd J., Parrino R., Pritsch G., (1998), « Stockholder manager conflicts and firm value », *Financial Analysts Journal*, vol 54, n°3, p.16, (pp.14-30)

¹⁶⁰ A 6 \$ le baril, le prix de vente couvre à peine le coût marginal de production.

propice aux managers. D'une part, ce manque de visibilité rend plus délicat l'établissement d'objectifs de rentabilité clairement identifiable et à l'aune desquels l'exécutif peut être évalué, d'autre part, les managers peuvent mettre à profit cette opacité peut s'attribuer des rentes, incorporées dans leur rémunération globale.

A côté de la sélection des projets, les modalités de leur financement constituent un autre levier qui peut permettre au management de renforcer son émancipation à l'égard de leurs mandants. Pour réduire leur exposition au contrôle et à la désaffection des fournisseurs de capitaux, les dirigeants vont privilégier systématiquement le financement interne au financement externe. L'autofinancement sera par conséquent le mode de financement le plus répandu. Cette tendance est confirmée par Myers et Majluf (1984) dans la théorie du financement hiérarchique. Lorsque les ressources internes s'avèrent insuffisantes, cette théorie prévoit le recours à la dette et, n'envisage l'utilisation des fonds propres d'origine externes que comme ultime solution¹⁶¹.

La dette présente l'avantage de ne pas modifier la structure de l'actionnariat et n'a que peu d'incidence sur les rapports de pouvoir¹⁶². En revanche, lorsque le but poursuivi est d'échapper à la discipline exercée par les actionnaires, alors les managers peuvent privilégier l'augmentation du capital. En plus de la dilution des pouvoirs des anciens actionnaires celle-ci peut se traduire par un émiettement de l'actionnariat rendant le contrôle plus coûteux du point de vue des actionnaires minoritaires. Toutefois, le revers de cette relation est qu'elle rend plus aisée une prise de contrôle hostile. C'est pourquoi, avant d'envisager de telles augmentations de capitaux, les managers adoptent au préalable des dispositifs anti-O.P.A d'ordre juridico-financiers tels que les pilules empoisonnées, les parachutes dorés, une structure duale des droits de vote. Ce dispositif peut aller jusqu'au choix d'une structure conglomerale qui met les dirigeants actionnaires définitivement à l'abri d'un raid hostile. En dehors de ce cas extrême, l'accroissement de la quantité des ressources financières contrôlées constitue un autre vecteur par lequel les dirigeants maximisent d'abord leur propre fonction d'utilité en augmentant leur pouvoir ainsi que les rentes prélevées (Ravid, Sudit, 1994).

Au total, ces différents aspects de la gestion des firmes mettent en exergue la marge de liberté dont disposent réellement les managers. Par opportunisme ou par simple souci de maintenir leur emploi, ces derniers peuvent mettre en œuvre des stratégies qui s'écartent sensiblement des objectifs des actionnaires. En réponse à ces situations, les modèles principal/agent préconisent le recours simultané à des mécanismes de contrôle et à des outils intégrant les incitations pour les managers. L'alignement des intérêts respectifs des deux parties suppose alors une politique de rémunération adéquate.

B₂- CONTRÔLE DES AGENTS (DIRIGEANTS) ET INCITATION PAR LA RÉMUNÉRATION

¹⁶¹ A la décharge des managers, il est vrai que l'autofinancement présente l'avantage d'être un mode de financement moins onéreux contrairement à l'augmentation de capital et à l'endettement qui engendrent des coûts de transaction plus ou moins élevés.

¹⁶² Du moins tant que la firme ne traverse pas une situation de détresse financière. Dans ce cas en effet, le contrat de dette confère aux créanciers des droits de contrôle résiduels. Jusqu'à recouvrement de leurs créances, les prêteurs ont la priorité dans les décisions concernant l'usage des actifs de la firme.

Dans les modèles d'agence l'alignement des incitations, en tant que mécanisme de contrôle, est obtenu en rendant une partie de la rémunération de l'agent contingente aux normes de performance spécifiées par le contrat. Comme le soulignent Baker, Jensen et Murphy (1988), si le niveau de la rémunération indique où les managers travaillent, c'est la structure de celle-ci qui détermine l'intensité de ce travail, ou comment ils vont travailler. Dans cette perspective, une répartition de la rémunération entre une partie fixe et une partie variable doit être opérée. Le contrat doit spécifier les critères de performance à partir desquels est déterminée la partie variable de la rémunération. Parallèlement, une sélection de mesures utilisées de l'évaluation de la performance doit être faite. Enfin, le dernier choix portera sur la détermination des différentes formes de rémunération variable (*Stock option, bonus,...*).

b_{2.1} - Liens rémunération performance

Un large échantillon d'études empiriques¹⁶³ s'accorde pour souligner l'existence d'un lien positif entre la rémunération des managers et la performance de la firme. Toutefois, cette relation n'est pas linéaire (Miller D.J., 1995). Sa complexité nécessite l'examen de l'incidence de la structure de la rémunération sur la performance.

b_{2.2} - Structure de rémunération

La rémunération des dirigeants peut revêtir plusieurs formes : salaires fixe, stock options, plan de retraites, primes d'intéressement et autres avantages en nature. Les performances d'une firme dépendent d'un certain nombre de facteurs. Parmi eux la qualité du travail effectué par les dirigeants occupe une place importante. Or l'effort fourni par ces dirigeants est un facteur endogène qui est par conséquent difficile à évaluer par les *outsiders*. Cela explique le recours aux incitations par une meilleure motivation du management.

Partant de là, si l'on suppose que les incitations constituent le véritable élément catalyseur pour la performance et si l'on admet par ailleurs que le manager est un agent maximisateur d'utilité, alors on peut *a priori* considérer que la rémunération variable est plus avantageuse tant pour la firme que pour ses dirigeants. Ces derniers pouvant augmenter leur richesse sans limites¹⁶⁴, tandis que la firme réalisera les meilleures performances possibles avec à la clef une multiplication de la valeur actionnariale. Dans cette perspective, on peut s'interroger sur la nécessité d'un salaire fixe pour cette catégorie d'employés.

b_{2.2.1} - La rémunération fixe : une réponse à l'aversion au risque

Dans la relation principal/agent, le principal (ici l'actionnaire) est neutre au risque tandis que l'agent est quant à lui averse au risque. Les dirigeants ne peuvent accepter que leurs

¹⁶³ On peut citer notamment Brickley J.A., Bhagat S., Lease R.C., (1985), Antle R., Smith A., (1986), Gibbons R., Murphy (1990), Kaplan S.N., (1994), Tiras S.L., (1996).

¹⁶⁴ Autres que celles qu'imposent le marché ou les limites intrinsèques des dirigeants eux même.

revenus soient totalement aléatoires. La partie fixe de leur rémunération offre une certaine protection aux dirigeants. En l'absence de cette rémunération, ils n'ont aucune garantie de la récurrence de leurs revenus dans la mesure où les firmes qu'ils dirigent évoluent dans un environnement mouvant sur lequel leur emprise demeure partielle. Pour Hart (1995) la partie fixe de la rémunération permet une répartition optimale du risque entre le principal et l'agent. Dans les modèles de contrats multi-périodiques qui utilisent la théorie de l'utilité, on considère que l'aversion au risque des dirigeants diminue lorsque la richesse augmente. Cet effet de richesse plaide en faveur du maintien d'une partie fixe de la rémunération. Même si un salaire fixe a une incidence limitée sur la progression de la richesse il offre l'avantage de ne pas la diminuer. A l'inverse une rémunération totalement variable, donc très aléatoire peut induire quelques incertitudes sur le niveau de richesses des managers. Pour les diminuer, ceux-ci adopteront des comportements excluant toute audace ou initiative risquée, ce qui diminue d'autant les espérances de gain pour les actionnaires.

Enfin, devant l'incertitude qu'induit la rémunération variable, le salaire fixe exerce un effet modérateur sur l'incertitude encouru par les managers. En dehors de ces aspects, la nécessité d'une rémunération variable, à côté du traitement de base, pour stimuler les efforts dirigeants semble évidente.

b 2.2.2 - La rémunération variable en tant que vecteur d'incitation

L'alignement des incitations en tant que mécanisme de contrôle est obtenu en rendant une certaine proportion de la rémunération de l'agent contingente aux critères de performance inscrits dans le contrat (Welbourn, Balkin, Gommez –Mejia, 1995). En effet, les schémas d'incitation qui subordonnent une partie de la rémunération à la performance de la firme réduisent l'aversion « naturelle » au risque des managers et leur tendance à rejeter les projets qui exhibent une forte variance¹⁶⁵. Selon cette approche, les agents sont motivés par une augmentation de leur richesse personnelle. Lorsque celle-ci est fortement liée à celle des propriétaires, le management peut manifester des attitudes similaires à celles des principaux en choisissant les stratégies risquées (Coffee, 1998, Mehran, 1995). A l'inverse, lorsque la rémunération de l'exécutif est totalement indépendante de la performance de la firme, les incitations à accepter le risque disparaissent (Hill & Snell, 1989). Ces arguments suggèrent l'idée que l'instauration de rémunérations contractuelles contingentes favorise une autorégulation des agents. Cette pratique qui se substitue à la supervision directe profite également au principaux (Welbourn et alii, 1995).

Au-delà de ce constat, il faut souligner que les résultats obtenus varient tant en fonction des critères d'évaluation retenus que les modes de rémunération choisis.

c) Modes de rémunération et performance de la firme

c₁) LA RÉMUNÉRATION DES AGENTS : UNE RÉALITÉ COMPLEXE

¹⁶⁵ Larcker D., F., (1983) « The association between performance plan adoption and corporate capital investment », *Journal of accounting and economics*, n°5, p.10

Pour rétribuer les managers de leurs firmes, les conseils d'administration peuvent choisir à côté du traitement de base, de verser des rémunérations variables qui sont soit différées soit liquides. De même, l'appréciation de la performance obtenue se fera sur la base des résultats comptables ou en tenant compte de l'évolution du cours de la firme en bourse.

Les rémunérations liquides sont constituées essentiellement du salaire de base et des bonus. Le salaire de base a pour fonction principale de protéger les dirigeants du risque en leur garantissant un revenu qui soit indépendant de la variation de la performance de la firme. Pour autant, la réévaluation de ce salaire en tant que mécanisme incitatif n'est pas une pratique très courante. Cela peut s'expliquer par plusieurs raisons :

- la réévaluation du salaire en récompense d'une bonne performance suppose implicitement sa révision à la baisse à la suite d'une contre performance de la firme. Or, il est délicat de faire accepter aux managers une diminution de leur traitement de base¹⁶⁶ ;
- les forces publiques et privées qui encadrent le salaire à la hausse comme à la baisse (M.C Jensen et K.J Murphy, 1990) constituent une barrière à l'utilisation du salaire comme vecteur d'incitation. Du fait de ces inerties, seule une partie réduite de la rémunération est soumise à la variabilité et au risque (S.F.O'Byrne, 1995) ;
- l'identification des mesures de performance appropriées rend délicate l'instauration d'un salaire basé sur le mérite. D'une part, la focalisation sur de simples données comptables peut conduire les managers à privilégier les activités à rentabilité immédiate, d'autre part, les actionnaires n'ont pas toujours les capacités, l'expertise et les qualifications nécessaires pour fixer à l'avance des objectifs à réaliser par les managers. Certes la renégociation peut pallier ce problème. Toutefois, ce mécanisme de contrôle n'est efficace que pour des jeunes entrepreneurs pour lesquels la valeur actuelle des revenus futurs ainsi que la sécurité de l'emploi sont importants ;
- enfin, dans la mesure où la valeur actualisée d'un flux de revenus fixes dépend beaucoup de la solvabilité de l'entreprise, un système de rémunération largement adossé sur un salaire fixe peut aggraver le problème du différentiel dans la préférence au risque.

Certains de ces problèmes peuvent être surmontés par l'utilisation de bonus. Ce système a l'avantage de ne pas présenter de menaces sur le salaire de base ce qui incite les managers à plus d'initiatives et plus de risques. Ce dispositif prévoit le versement d'un supplément de *cash* ou d'actions lorsque la firme réalise certains objectifs prédéterminés. Le principal avantage de ce dispositif, basé sur l'évaluation comptable des résultats, réside dans sa simplicité. Contrairement aux systèmes axés sur les performances boursières qui reflètent plus la performance de la firme dans son ensemble, les bonus basés sur les résultats comptables peuvent servir à récompenser les performances réalisées à divers niveaux opérationnels de la firme. Ils fournissent de ce fait de puissants stimulants aux dirigeants de tous les niveaux de la hiérarchie mais aussi aux employés pour accroître la valeur actionnariale créée. Toutefois, parce que basés sur des évaluations comptables, ces systèmes de bonus sont sujets à caution à cause des manipulations qui peuvent concerner ce type d'évaluations (Watts et Zimmerman, 1986).

¹⁶⁶

Même si l'augmentation n'était à l'origine qu'une récompense pour les performances réalisées, les managers peuvent les considérer comme des acquis.

De manière plus générale, la principale critique qu'on peut faire aux rémunérations liquides (*salaires et bonus*) est qu'elles induisent souvent une focalisation sur les performances à court terme. En outre, les évaluations comptables sur lesquelles elles sont construites reflètent plus des performances passées qui ne sont pas nécessairement reproductibles dans le futur.

Ces arguments plaident pour l'instauration d'un système de rémunérations différées plus à même de refléter les performances futures et donc à long terme de la firme. Le mécanisme de « *stock options* » est la forme d'incitation la plus répandue.

C₂) LE PARADIGME DES *STOCK OPTIONS*

La distribution d'options sur actions aux managers permet de résoudre simultanément le problème de l'effort à fournir ainsi que celui de l'horizon temporel. Les managers titulaires d'options ont intérêt à accroître la valeur de la firme en bourse. En augmentant la valeur actionnariale, ils accroissent directement leur richesse à travers la hausse du prix d'exercice de leurs options. Les législations fiscales qui pénalisent la cession rapide des titres levés peuvent constituer un élément incitatif supplémentaire dans l'intéressement des managers à l'avenir de la firme.

Du point de vue de la firme, la distribution de « *stock options* » lui permet de réaliser des économies sur les charges fiscales et sociales et autres participations qui auraient été versées lors d'augmentations de salaires. Du point de vue des investisseurs, la souscription d'options sur les actions par les dirigeants est un signal positif qui permet de réduire l'asymétrie de l'information entre « *insiders* » et « *outsiders* ». Elle signale en effet des perspectives intéressantes pour l'avenir de la firme, non encore prises en compte par le marché, et dont les managers veulent profiter. Le marché réagit alors favorablement à l'annonce de l'adoption d'un plan d'options sur actions. Cette appréciation est *a priori* conforme à l'hypothèse selon laquelle la distribution d'options est système incitatif qui réduit les coûts d'agence au sein de la firme. Si elle est confirmée, cette affirmation viendrait corroborer la thèse de la convergence des intérêts.

Les nombreuses études empiriques réalisées sur le marché américain, où ce mode de rémunération est très répandu, aboutissent des résultats partagés. Certains études font part d'une nette réduction du taux de distribution des profits après l'adoption de ces plans d'options sur actions (Lanen et Larcker, 1989) et Lemggruber (1986). De même, puisque la valeur d'une option décline à mesure que les dividendes augmentent, les managers peuvent décider de limiter les dividendes distribués lorsque leur montant n'a pas été intégré dans les précédents plans d'options (Byrd et ali., 1998). A l'opposé de ces résultats, De fasco, Jojnson et Zorn (1990) relèvent plutôt une augmentation significative des cours de bourse des firmes dont le conseil d'administration a avalisé la mise en place d'un système de « *stock options* ». Ces arguments sont partagés par Jensen et Murphy (1990) pour qui la mise en place de plans d'options sur actions incite le dirigeant à améliorer la performance boursière. Pour sa part, Mehran (1995) note un effet bénéfique pour les actionnaires américains de ces rémunérations basées sur le marché.

Au-delà de ces divergences, Collins, Blackwell et Sinkey (1995) constatent que plus la valeur des opportunités de croissance est élevée, plus les firmes adoptent des plans de

« stock options » en faveur de leurs managers. Pour Yermack (1995), le recours aux options sur actions est une pratique fréquente dans des firmes qui éprouvent des difficultés à contrôler leurs managers par le biais d'indicateurs comptables. Cela suggère que dans les entreprises au sein desquelles l'innovation est importante et pour qui les opportunités d'investissement sont nombreuses, les outils traditionnels sont inefficaces pour à la fois contrôler et motiver les dirigeants.

La vitesse de transformation des *process* de production, le taux élevé de renouvellement des services offerts et l'importance grandissante des investissements en capital humain et en recherche et développement ont au moins deux implications. D'une part, ils accroissent l'asymétrie d'information entre les investisseurs et les « *insiders* », les premiers ne disposant pas de toute l'expertise nécessaire pour bien évaluer les actions entreprises par les seconds, d'autre part, les critères d'évaluation eux même évoluent. A un moment, cette évolution a même paru radicale ¹⁶⁷.

A titre d'exemple, une firme qui enregistrait des pertes durant trois exercices successifs mais qui parallèlement inscrivait une très forte croissance de son chiffre d'affaires n'était pas systématiquement sanctionnée par le marché comme en témoignait le P.E.R anormalement élevé ¹⁶⁸ de nombreuses sociétés de la « nouvelle économie ». Dans ce cas précis, les perspectives de croissance, et à terme de bénéfices à moyen et long terme l'emportait nettement sur les résultats à court terme. Dans ces conditions, les rémunérations différées semblent mieux adaptées pour gérer les relations entre les firmes et leurs dirigeants sur le long terme. J.A Brickley, S Bhagat, et R.C Lease (1985) tout comme S.L Tiras (1996) trouvent d'ailleurs que l'utilisation des rémunérations différées répond bien prioritairement à l'objectif incitatif, l'objectif fiscal n'arrivant qu'en deuxième lieu. Dans l'ensemble, les études empiriques montrent que, même si le lien entre rémunération et performance est presque toujours positif, celui-ci est plus fort dans le cas des rémunérations différées que dans celui des rémunérations liquides ¹⁶⁹.

Au total, les rémunérations, en particulier les plans d'options sur actions, constituent des outils appropriés pour aligner les intérêts des managers sur ceux des actionnaires. Cependant, le recours à cet outil peut aussi engendrer de nouveaux conflits d'intérêt au sein de la firme.

Pour qu'il puisse remplir pleinement son rôle incitatif, le prix d'exercice d'un plan de « *stock options* », doit correspondre à un objectif de moyen terme. Cela sous-entend que la réduction de prix offerte ne doit pas être excessive, c'est à dire supérieure à 15 ou 20 %. Dans le cas contraire, les actionnaires actuels seront fortement dilués. En outre, un

¹⁶⁷ Précisément au moment où les marchés et les investisseurs montraient un certain emballement pour toute entreprise, *start up* y compris, qui avait une connotation de nouvelle technologie. Cette période spéculative n'a toutefois pas duré longtemps et s'est traduite par un véritable *crack* des marchés financiers en général et de ces valeurs en particuliers. Au-delà de la faillite et de la disparition de milliers de « jeunes pousses », d'autres valeurs à l'image d'Alcatel, Cap Gemini, Cisco, Philips et Siemens, aux fondamentaux pourtant solides ont perdu plus de 60 % à 75 % de leur capitalisation.

¹⁶⁸ Eu égard aux critères traditionnels d'évaluation où les P.E.R à trois chiffres étaient méconnus.

¹⁶⁹ Murphy (1985), Jensen M.C., Murphy K., (1990), Josskow P.L., Rose N.L., (1994), Hubbard R.G., Palia D., (1995).

écart important (entre le cours de souscription et le cours de bourse) renforce la probabilité que les stock options soient « dans la monnaie » à l'échéance fixée. Un tel scénario peut augmenter l'aversion au risque des dirigeants (Lambert et ali., 1991), les empêchant ainsi de prendre des décisions d'investissements conformes aux souhaits des principaux. De même, ces managers peuvent être tentés d'exercer rapidement leurs options pour ensuite céder les titres acquis et empocher la plus value. Anticipant ce comportement, les propriétaires peuvent compléter le dispositif de « *stock options* » par une clause d'incessibilité sur une période qui, dans le cas français, peut aller jusqu'à trois années après l'exercice de l'option (Ph Desbrières, 1991).

Or cette clause peut accroître le risque encouru par les dirigeants. En exerçant leur option ils accroissent leur participation au capital de la firme. Pour compenser le risque pris à travers leurs investissements humain et financier, les managers peuvent essayer de moduler la stratégie de la firme en privilégiant la sécurité au détriment de la rentabilité. Ce comportement alors conforme à la thèse d'enracinement, peut induire une politique d'investissement non optimale ce qui a pour effet d'annihiler l'effet incitatif à l'origine de ce plan d'options sur actions.

A l'inverse, si l'aversion au risque¹⁷⁰ des managers n'est pas très élevée, ils peuvent choisir de maximiser la valeur de leurs options à travers la sélection de projets d'investissements trop risqués, en limitant les bénéfices distribués ou en augmentant l'endettement de la firme. Alors que la limitation des dividendes distribués peut pénaliser les actionnaires externes, non-détenteurs de « *stock options* », l'accroissement de la dette et du risque encouru conduit à un transfert de richesses des obligataires vers les actionnaires. Enfin, ce risque peut également atteindre les salariés. Dans le cas de difficultés financières graves, la firme peut être liquidée ou connaître une profonde restructuration, ce qui implique le licenciement de tout ou partie du personnel.

Au total, si la distribution de «stock options » constitue sous certaines conditions un moyen efficace pour maximiser la valeur actionnariale, ses effets pour les autres « *stakeholders* » demeurent nuancés. Le rachat d'actions qu'elle suppose n'est pas toujours synonyme d'une utilisation optimale des ressources de la firme (G Hamel, 1998). De même, les modes de financement dont le seul objectif est de prévenir systématiquement toute situation propice à l'enracinement des managers ne constituent pas des réponses optimales à toutes les situations. Certaines formes d'enracinement, en réduisant l'incertitude qui pèse sur les dirigeants, permettent à ces derniers d'améliorer les performances de leurs firmes (O.H.Sarig, E.Talmer, 1997). Enfin, les soubassements théoriques qui sous-tendent le management par la valeur sont eux même objets de discussions.

¹⁷⁰ Wiseman R.M.et Gomez-Mejia L.R., (1998) parlent d'ailleurs d'aversion à la perte au lieu et place d'aversion au risque. Dans leur modèle comportemental d'agence (*Behavioral agency model*), cette aversion à la perte signifie que les dirigeants sont plus sensibles à la perte de richesse qu'à une augmentation de celle-ci. Cela signifie que les actions des dirigeants s'inscrivent d'abord dans une optique qui vise à éviter, voire prévenir la perte même si pour cela des choix risqués doivent être faits pour éviter des pertes non anticipées (Thakor et Johnson, 1990). Mais, dès lors que le futur salaire de base est protégé des menaces de perte de richesses, le risque perçu est réduit. Les managers peuvent par conséquent percevoir des rémunérations contingentes à travers des choix stratégiques plus risqués (Wiseman, Gomez- Mejia, 1998).

Ainsi, les créanciers qui deviennent les premiers décideurs d'une entreprise qui n'arrive pas à les rembourser, acquièrent de fait la qualité de créanciers résiduels, alors que ce statut est, en théorie, exclusivement réservé aux actionnaires. Cette liste non exhaustive des insuffisances des modèles de la valeur actionnariale montre les limites des approches fondées sur le capitalisme actionnarial (*shareholder capitalism* par opposition au *stakeholder capitalism*). L'identification de ces limites et l'examen des solutions alternatives constituent l'objet principal des théories du « *stakeholder capitalism* ».

Section 2 : *Stakeholder capitalism* et gouvernement d'entreprise

Les modèles précédents du management par la valeur s'inspirent très largement de la théorie de l'agence. Dans ces approches, l'accent est mis presque exclusivement sur la protection des intérêts du principal. Au sein des firmes managériales, le but recherché est ainsi d'orienter l'action des dirigeants dans le sens de la maximisation de la valeur actionnariale. L'intérêt des autres *stakeholders* est relégué au second plan. Pourtant ces derniers sont, à des degrés divers, autant exposés au risque que les actionnaires. « *Un stakeholder dans une organisation est par définition, tout groupe ou individu qui peut affecter, ou qui peut être affecté par la réalisation des objectifs de l'organisation* » (R.E. Freeman, 1984). Cette définition, la plus généralement retenue, montre que ne peuvent être exclus du statut de *stakeholder* que les individus ou les groupes dont l'activité n'influe pas sur la firme, et dans le sens inverse, ceux qui ne subissent aucune conséquence du fait de l'activité de celle-ci. Cette définition est d'autant plus large que l'influence dont il est question ne doit pas être nécessairement réciproque.

D'ailleurs, Thompson, Watrick et Smith considèrent comme *stakeholders* tous les groupes « *qui sont en rapport avec une organisation* » (S.Thompson et alii, 1991). Plus précis J.W Kesinger et J.D Martin estiment qu'un « *stakeholder est tout membre de la firme non-actionnaire dont le bien est lié à l'entreprise, tels que le créancier, l'employé, le client, le fournisseur, ou tout autre membre de la communauté au sein de laquelle se trouve l'entreprise* » (J.W Kesinger, J.D Martin, 1992). Néanmoins, un auteur comme Clarkson restreint le nombre d'acteurs qui, au sein de la firme, peuvent se prévaloir du *stakeholder* en introduisant la notion du risque, « *les stakeholders volontaires supportent une certaine forme de risque qui est le résultat de leur investissement sous forme d'un capital, financier ou humain d'une certaine valeur dans la firme. Les stakeholders involontaires sont placés dans une position risquée du fait des activités de la firme. Mais sans l'élément risque, il n'y a pas d'enjeu* » (Clarkson, 1994).

Aussi restrictive soit-elle, cette définition de Clarkson montre clairement que les actionnaires ne sont pas les seuls acteurs de la firme à encourir le risque. Au-delà de leurs divergences, ces définitions montrent en effet que les autres *stakeholders* sont aussi susceptibles d'être affectés par les choix faits par « leurs » firmes. A partir de là, une stratégie exclusivement basée sur la maximisation de la richesse des actionnaires semble contestable et *a priori* non optimale.

Les approches dérivées du courant dit de la « *stakeholder theory* » proposent des solutions alternatives aux modèles de la « *shareholder value* ». Partant de la critique des

fondements et des recommandations de cette dernière, la « *stakeholder* » théorie propose une philosophie totalement différente. Son principe de base est la prise en compte de l'intérêt de l'ensemble des « *stakeholders* » dans l'élaboration de la stratégie de la firme.

I) Critique des modèles de la valeur actionnariale

1) Les limites des indicateurs utilisés pour mesurer la valeur créée

Les nouveaux concepts utilisés pour rendre compte de la valeur réelle créée par l'entreprise sont tous basés sur un principe, à première vue, simple. Il s'agit de d'obtenir un retour sur investissement qui soit durablement supérieur au coût moyen pondéré du capital.

Ce surplus de valeur vient théoriquement rémunérer les risques pris par l'actionnaire. Or ce dernier est déjà rémunéré dans le coût moyen pondéré du capital à travers la prime de risque. Celle-ci comprend en effet le bêta, qui indique le risque systématique des fonds propres de l'entreprise, mesuré par la volatilité de ses titres par rapport au marché, auquel s'ajoute la prime de risque de marché correspondant à la rémunération supplémentaire exigée par les investisseurs en actions par rapport à un investissement sans risque. De ce fait le différentiel positif entre la M.V.A (ou l'E.V.A) et le coût du capital s'apparente à un superprofit (P. Fabra, 1995).

L'utilisation d'indicateurs, donnant l'apparence de simples outils techniques, pour exiger un surcroît de bénéfice pose néanmoins deux problèmes. Un problème d'ordre éthique, en particulier lorsque cette création de valeur a été obtenue aux prix de restructurations induisant d'importantes réductions d'effectifs. A cette objection, les partisans du management par la valeur mettent en avant la nécessité pour une entreprise de se centrer d'abord sur les impératifs économiques, les considérations sociales n'entrant que marginalement dans ses compétences. Le second problème porte sur le réalisme de ce superprofit. Produire avec des rentabilités qui surpassent le coût du capital signifie que les managers seraient capables de battre le marché. Or la théorie du portefeuille montre que, sur une longue période, cela est illusoire (D.R. Lee, J.A. Verbrugge, 1996). En effet, dans un environnement très concurrentiel, une entreprise qui dispose d'un avantage comparatif tel qu'il lui permet de réaliser une rentabilité largement supérieure à son coût du capital ne peut garder indéfiniment sa « rente » à moins de se transformer en monopole. Enfin, alors qu'avec ces indicateurs l'accent est fortement mis sur la rentabilité, on peut s'interroger sur la viabilité d'un modèle dans lequel le rendement des fonds propres exigé dépasse largement 15% alors que la croissance tendancielle de l'économie ne dépasse pas les 3% à 4%.

Au-delà de ces aspects techniques, la critique la plus importante des modèles de la valeur actionnariale, porte sur l'hypothèse fondamentale qui les sous-tend, à savoir l'objectif assigné à la firme de maximiser ses fonds propres.

2) Le statut de créancier résiduel n'est pas un attribut exclusif de l'actionnaire

Le statut de créancier résiduel, donnerait à l'actionnaire la légitimité nécessaire pour

s'approprier le profit résiduel mais aussi pour dicter les objectifs à atteindre par la firme. Cependant, si l'on examine de plus près cette notion de créancier résiduel, on constate que les situations auxquelles elle renvoie ne concernent pas exclusivement les actionnaires. A la base, cette notion de requérant résiduel, est fortement liée à celle du contrat incomplet. Dans un contrat complet en effet, le partage des richesses dans tous les états futurs de la nature est clairement spécifié et il ne pourrait y avoir de bénéfices résiduels. En l'absence de bénéfices résiduels, la désignation d'un créancier résiduel n'a aucune utilité. Le créancier résiduel puise sa raison d'être dans les difficultés qu'il y a à déterminer de manière *ex ante* les droits et devoirs de chaque « *stakeholder* » dans tout les cas de figure.

Ainsi, dans certaines situations, quand la mesure des flux de profits d'un actif devient délicate, certains *stakeholders*, les fournisseurs ou les clients, peuvent user de leur pouvoir pour extraire le maximum de rente. De même les rémunérations et récompenses, telles que les augmentations salariales non contractuelles, consenties par les entreprises bénéficiaires, confèrent, dans une certaine mesure, un statut de créancier résiduel, au salariés alors que ceux-ci ne détiennent pas de droits de vote.

A l'opposé, lorsqu'une firme n'arrive pas à honorer ses dettes, ses créanciers prennent son contrôle et décident de l'affectation de ses actifs. Ils deviennent de fait des créanciers résiduels. Enfin, l'existence dans de nombreuses sociétés de différentes classes d'actions avec différents droits de vote, est une entorse manifeste au principe « d'une action une voix » et montre que les revenus résiduels ne sont pas toujours liés aux droits de contrôle résiduels. Par conséquent, l'actionnaire n'est pas toujours le créancier résiduel exclusif. La remise en cause de cette hypothèse fondamentale amène naturellement au réexamen de l'objectif de maximisation de la richesse qu'elle sous tend.

3) Vers une redéfinition des objectifs de la firme

Les ambiguïtés qui entourent la délimitation du statut de créancier résiduel nous amène à nous interroger sur la légitimité et la pertinence d'une gestion orientée vers la seule satisfaction des objectifs des actionnaires.

Traditionnellement on justifie l'attribut de créancier résiduel de l'actionnaire par le fait que celui-ci n'est rémunéré qu'en dernier ressort. Or un salarié, dirigeant ou non, qui développe des compétences très spécifiques à la firme encourt également un risque résiduel. Celui-ci est d'autant plus élevé que les salariés n'ont pas diversifié leur capital humain. Dans cet exemple, la rémunération de ce capital humain dépend exclusivement de la réussite ou de l'échec de la stratégie poursuivie par la firme. Or si celle-ci se limite au seul objectif de la maximisation de la richesse des actionnaires, la rémunération de cet investissement devient plus qu'aléatoire. Le recours au *downsizing* pour diminuer les coûts fixes, au rachat d'actions qui peut pénaliser la croissance, et la sélection de projets risqués pour mieux valoriser les options sur actions, constituent autant de menaces pour l'emploi.

Dans ces conditions le développement en capital humain, reconnu comme le vecteur essentiel de l'innovation et de la création de valeur peut être compromis. La résolution de ce problème suppose la reconnaissance, même implicite, du statut de créancier résiduel

aux salariés et autres dirigeants qui s'investissent dans un savoir-faire spécifique à leurs entreprises. Pour être concrète, cette évolution doit se traduire par une redéfinition des objectifs de la firme, avec notamment la prise en compte des intérêts des autres « *stakeholders* »¹⁷¹.

L'extension du statut du créancier résiduel à d'autres « *stakeholders* » ne constitue pas cependant le seul motif de la contestation de l'objectif unique de maximisation des fonds propres. Une autre critique concerne le bien fondé même de cet objectif. Alors que la conception traditionnelle de la firme boîte noire est abandonnée, attribuer un but précis à une organisation reviendrait à considérer celle-ci comme une unité homogène poursuivant ses propres objectifs (P Migrom, J Roberts, 1992). Or dans les firmes nœuds de contrats, les décisions qui se prennent sont le résultat d'interactions entre des individus et des groupes qui ne poursuivent pas nécessairement les mêmes objectifs. A partir de là, on peut remarquer que contrairement aux individus, les organisations n'ont pas d'intérêts bien définis, décrits par des fonctions d'utilité. Ces fonctions d'utilité ne peuvent décrire que le comportement individuel de chaque membre de l'organisation¹⁷². Pour autant, la firme dont la raison d'être est d'abord de créer de la richesse, peut chercher à optimiser ses performances en agissant sur les préférences et les motivations de ses membres.

Dans l'optique du « *stakeholder capitalism* » cette action passe par la prise en compte effective des intérêts de l'ensemble des parties prenantes. Cette vision implique un nécessaire compromis entre les intérêts strictement financiers des investisseurs et les revendications socioprofessionnelles d'autres *stakeholders* tels que les salariés et les dirigeants.

II) Les « *stakeholders* » et la firme

Les définitions précédentes nous ont permis d'avoir une compréhension globale du statut de *stakeholder*. Néanmoins, une identification plus pertinente des déterminants du statut de *stakeholders* nécessite un examen plus approfondi des relations de ces « parties prenantes » à la firme. La mise en relief des enjeux reliant chaque catégorie de *stakeholders* à l'entreprise nous servant alors de point de départ à l'ébauche d'une conception élargie du gouvernement d'entreprise.

1) Identification des *stakeholders* : contours du débat

Plusieurs corps théoriques ont essayé de donner des justifications à l'inclusion (ou l'exclusion) des *stakeholders* ainsi que la priorité que la firme doit donner à chacun d'entre eux. Dans ce cadre, nous tenterons d'apprécier la pertinence de certains attributs et outils théoriques pour l'identification des *stakeholders* en nous basant sur la définition de Freeman (1984).

Les tenants d'une approche restrictive des objectifs de la firme estiment que les

¹⁷¹ Cette solution présente le double avantage d'offrir des protections aux autres « *stakeholders* » sans pour autant nécessiter de lourds aménagements juridiques.

¹⁷² A supposer que ces derniers se comportent en agents rationnels qui maximisent leur utilité.

ressources et le temps sont limités et que par conséquent les dirigeants ne peuvent pas et ne disposent pas de l'énergie et des moyens nécessaires pour répondre à toutes les contraintes externes. Ils établissent alors une hiérarchisation des acteurs en fonction de leur importance et apports (*their direct relevance to the firm's core economic claim's*) pour l'entreprise. On parle de droits légitimes (*legitimate claim's*).

Ainsi, du point de vue de la théorie des droits de propriété, la qualité de créanciers résiduels confère aux actionnaires le droit de préemption sur l'intégralité du *free cash flow*. Même si on parle de propriété des moyens de production plutôt que de propriété de la firme (Jensen et Meckling, 1976, Fama, 1980), on ne considère pas moins que les actionnaires peuvent à tout moment décider de se partager la totalité du profit¹⁷³, avec tout les risques qu'implique un arrêt de l'investissement pour l'avenir de la firme, et par conséquent pour ses différents acteurs et son environnement (ou macro culture). Le fait que les actionnaires encourent le plus grand risque et qu'ils soient les propriétaires exclusifs des moyens de production leur donne un droit légitime de décider librement¹⁷⁴ de la façon dont ils vont gérer l'entreprise au sein de laquelle ils ont investi. En vertu de leurs droits « légitimes », les actionnaires peuvent donc affecter la réalisation des objectifs de la firme.

Cependant, leur marge de manœuvre n'est pas illimitée. Leurs décisions ne doivent pas transgresser le cadre légal. Le recours aux restrictions légales est donc un moyen pour ceux qui ne disposent pas de droits légitimes d'affecter l'organisation ou, tout au moins, résister aux effets des décisions qui s'y prennent.

A ce niveau, on peut relever deux attributs importants qui permettent l'identification des *stakeholders* au sens de Freeman (1984), la légitimité et le pouvoir. On peut alors se demander si la légitimité constitue la seule émanation du pouvoir ou, si au contraire, des acteurs non « légitimes » peuvent exercer une influence sur la firme, et enfin, comment ces deux éléments articulés à d'autres attributs peuvent aider à l'émergence d'autres catégories de *stakeholders*.

2) Légitimité et pouvoir dans les rapports à la firme

a) la légitimité

S'inspirant des travaux de Weber (1947) et certains institutionnalistes tels que Di Maggio et Powel (1983), Suchman définit la légitimité « *comme une perception généralisée ou une supposition selon laquelle les actions d'une entité sont désirables, propres ou appropriées et ce, à l'intérieur d'un système social de normes, de valeurs, de croyances et de définitions* » (Suchman, 1995). Cette définition de Suchman montre que le système social à l'intérieur duquel la légitimité est atteinte est un système à multiples niveaux d'analyse, individuel, organisationnel et social (Wood, 1991). Cela implique qu'à des niveaux variables de l'organisation sociale, ou pour des systèmes de normes et de

¹⁷³ Une fois réglées les rémunérations contractuelles des créanciers, dirigeants, salariés et autres fournisseurs.

¹⁷⁴ A la seule condition de respecter les clauses contractuelles et le cadre légal.

valeurs distincts, la légitimité peut être définie et négociée différemment. A titre d'illustration, un investisseur ne peut pas se prévaloir de la même légitimité selon qu'il est actionnaire d'une firme américaine cotée en bourse ou qu'il appartient à un *Kereitsu* japonais¹⁷⁵. De même, cette légitimité n'est pas perçue de la même manière par les dirigeants et cela selon que l'actionnaire auquel ils ont affaire est majoritaire ou minoritaire.

De tels faits nous suggèrent deux remarques importantes :

La légitimité n'est pas une notion univoque rattachable à la seule détention des moyens de production. Dans les rapports avec les firmes, les bases de la légitimité sont beaucoup plus nombreuses. Evan et Freeman (1988) considèrent ceux qui ont un enjeu dans la firme ou un droit sur elle et plus généralement tout ceux qui, liés par contrat¹⁷⁶ avec l'entreprise, disposent d'une certaine légitimité. Pour sa part, Langtry (1994) reconnaît une légitimité à ceux dont le bien-être dépend significativement de la firme, ou qui détiennent un droit légal ou moral sur la firme¹⁷⁷. Enfin, Hill et Jones (1992) reconnaissent la légitimité des attentes des acteurs (ou constituants) qui, dans des relations d'échange, fournissent des ressources (ou contributions) vitales pour la firme, et en contrepartie, espèrent, chacun de son côté, que leurs intérêts soient satisfaits¹⁷⁸.

Il est évident à travers ces travaux, que la légitimité n'est pas un attribut exclusif des actionnaires. Toutes les catégories de *stakeholders* ont un droit légitime, légal, moral, ou lié à la détention d'actifs sur les ressources de la firme, quelle que soit la nature de leur investissement ou de leur apport. Cette thèse peut même s'appuyer en partie sur les arguments des tenants d'une vision restrictive des *stakeholders*. Clarkson (1994) qui limite le statut de *stakeholder* aux seuls agents qui encourent un risque au sein de la firme, n'omet pas d'inclure, à côté de l'investissement financier, l'investissement en capital humain. Ainsi, les salariés, qu'ils soient ouvriers, ingénieurs, ou cadres supérieurs et dirigeants ont des droits qu'on peut considérer comme d'autant plus légitimes que leur savoir-faire relève d'actifs spécifiques à la firme¹⁷⁹. Même les fournisseurs, les sous-traitants et parfois les autorités¹⁸⁰ ont également, dans certaines circonstances, des droits légitimes sur la firme du fait de l'ampleur et de la nature des investissements qu'ils

¹⁷⁵ Cela peut s'expliquer, entre autres, par des différences culturelles, des systèmes de normes différents, qui font que l'actionnaire n'a pas le même statut au sein des deux firmes. On peut également citer des divergences dans les mécanismes de contrôle. Le contrôle interne, prédominant au Japon, permet l'instauration d'un dialogue où les actionnaires peuvent faire adopter, en partie ou en totalité, leurs revendications. A l'inverse, dans la majorité des cas, les actionnaires des sociétés anglo-saxonnes, ne disposent que de l'*exit* pour faire valoir leurs droits « légitimes ».

¹⁷⁶ Freeman R.E., Evan W.M., (1990), « Corporate governance : A stakeholder interpretation », *Journal of Behavioral Economics*, n°19,

¹⁷⁷ Langtry B., (1994), « Stakeholders and the moral responsibilities of business », *Business Ethics Quarterly*, n°4, p.433

¹⁷⁸ Hill C.W., Jones T.M., (1992), « Stakeholder-agency theory, *Journal of Management Studies*, vol 29, n°2, pp.133

¹⁷⁹ La littérature économique, la théorie des coûts de transaction notamment, tant théorique qu'empirique abonde d'exemples sur l'importance, pour la compétitivité des entreprises, de la protection des actifs humains spécifiques.

ont consentis.

Pour Mitchell, Agle et Wood (1997), l'intérêt de la firme doit même être étendu à des catégories de *stakeholders* qui ne sont pas en lien direct avec l'entreprise mais qui subissent les effets de son fonctionnement. Ils citent à cet égard les communautés qui peuvent être victimes de la pollution émise par une compagnie donnée. Il en est de même pour certains secteurs économiques dont la croissance, sinon la pérennité, est liée d'une manière ou d'une autre à l'activité des firmes en place. Les acteurs de ces secteurs périphériques sont donc des *stakeholders* potentiels ou « latents »¹⁸¹ dont il faut tenir compte, même si, au demeurant, ils n'ont pas de droits légitimes à faire valoir par rapport à la firme¹⁸².

Pour notre part, nous limitons cette légitimité aux *stakeholders* internes, à savoir les investisseurs, les dirigeants et les salariés qui sont liés par contrat à la firme. Ce choix est proche de la définition de Freeman dans laquelle nous nous inscrivons. Cette restriction nous paraît plus réaliste car la firme est plus à même de répondre aux revendications de ses membres, impliqués quotidiennement dans son fonctionnement quotidien. L'attribution de droits légitimes à des partenaires externes est en revanche susceptible de créer d'autres besoins et d'autres requêtes ce qui peut aggraver les conflits d'intérêts déjà existants.

Par ailleurs, et parallèlement à l'identification des *stakeholders*, on ne peut omettre de citer les groupes de pressions ou autres agents influents de la vie économique. Sans être *stakeholders*, ces groupes exercent une influence réelle sur les organisations. Les *lobbies* écologistes fournissent à cet égard une illustration parfaite de l'influence incontournable de certains acteurs qui ne disposent pas de droits légitimes¹⁸³ sur les firmes. Cela nous amène à notre seconde remarque.

Il s'agit de la mise en évidence d'un second attribut sans lequel les *stakeholders*, quelle que soit leur légitimité, ne peuvent faire valoir efficacement leurs droits. Il s'agit du pouvoir.

b) Le pouvoir

Outre la définition de Freeman¹⁸⁴, plusieurs auteurs ont essayé de situer le pouvoir au sein de l'organisation. Savage (1991), parle d'acteurs qui « *ont un intérêt dans les actions*

¹⁸⁰ Pour les autorités, nationales ou locales, le risque politique et le coût économique sont en effet grand de voir une entreprise pour laquelle ils ont mobilisé beaucoup d'aide et de moyens (matériels, financiers,...etc) arrêter ou délocaliser ses activités.

¹⁸¹ Mitchell R.K. Agle B.R., Wood D.J., (1997) « Toward a theory of stakeholder identification and salience : Defining the principle of who and what really counts », *Academy of Management Review*, vol 22, n° 4, p.859

¹⁸² Si Mitchell et al (1997) soutiennent cette position, d'autres comme Ring (1994) y sont opposés.

¹⁸³ Sinon des droits moraux pour certains d'entre eux.

¹⁸⁴ Dans laquelle il n'est pas fait explicitement mention du pouvoir mais où celui-ci apparaît en filigrane de la citation comme la possibilité d'affecter la réalisation des objectifs de la firme.

d'une organisation et la capacité de l'influencer » (Savage, 1991). Starik (1994) fait ressortir le pouvoir à travers ce potentiel d'influence mutuel, (*are or might be influenced by, or are or potentially are influencers of some organisation*) entre certains stakeholders et certaines organisations¹⁸⁵. Enfin, Bowie met nettement en exergue cette importance du pouvoir en identifiant les acteurs influents comme, « *ceux dont le support est un préalable à la poursuite de l'existence de l'organisation* » (Bowie, 1988)

En dehors de la littérature portant sur le « *stakeholder theory* », l'importance du pouvoir dans les organisations a été mise en évidence par d'autres courants théoriques, notamment la théorie de l'agence et la théorie de la dépendance aux ressources. Selon cette dernière, le pouvoir afflue vers ceux qui contrôlent les ressources dont a besoin l'organisation, créant ainsi des écarts (ou distorsions) de pouvoir entre les différentes parties (Pfeffer, 1981). De même, le but de la théorie de l'agence est de réduire le pouvoir discrétionnaire des dirigeants pour les amener à agir dans l'intérêt des principaux.

Enfin, la théorie des coûts de transaction montre comment l'accroissement du pouvoir de certains acteurs économiques affecte la nature de gouvernance et des structures de la firme (Williamson, 1985). Selon Williamson, les *stakeholders* qui se situent en dehors des frontières de la firme, peuvent accroître les coûts de transaction à des niveaux qui justifient leur absorption par la firme où les coûts de la hiérarchie sont inférieurs aux coûts du marché (ou de dysfonctionnement du marché). Cette intégration équivaldrait alors à une reconnaissance par les managers du pouvoir et de l'importance de ces acteurs (Jones et Hill, 1988).

Il est donc clair que tout travail d'investigation cherchant à identifier les catégories de *stakeholders* qui sont importantes aux yeux des dirigeants, ne doit pas dissocier pouvoir et légitimité. Ces attributs sont certes bien distincts mais, leurs interactions sont tellement fréquentes qu'il devient plus pertinent de ne pas les traiter séparément¹⁸⁶.

La question qu'il convient alors de se poser est comment la prise en compte de ces deux attributs, ainsi que d'autres aspects, peut modifier la position relative d'un *stakeholder* au sein de la firme. Les managers qui gèrent le nœud de contrats qui constituent la firme se trouvent au centre de cette problématique. Leur attitude tout comme leur latitude revêtent une importance particulière à cet égard.

3) La réponse des managers aux différentes catégories des stakeholders

Pour faire passer la *stakeholder theory* d'une perspective statique à une perspective dynamique, Mitchell, Agle et Wood, tentent de combiner légitimité et pouvoir. En outre, ils ajoutent un troisième concept, qui est l'urgence, définie « *comme le degré pour lequel les droits des stakeholders nécessitent une attention immédiate* » (Mitchell, Agle, Wood, 1997)

Selon ces deux auteurs, cette exigence d'urgence n'apparaît que lorsque les deux

¹⁸⁵ Starik M., (1994) « Essay, the Toronto conference : Reflexions on stakeholders theory » *Business and Society*, n°33, p.90

¹⁸⁶ Weber (1947) faisait déjà remarquer qu'en tant qu'attributs distincts, la légitimité et le pouvoir peuvent être combinés pour donner naissance à l'autorité qu'il définit « *comme l'usage légitime du pouvoir* »

conditions suivantes sont réunies :

- la relation avec la firme ou le droit (du stakeholder sur la firme) est d'une nature sensible au temps ; 1.
- lorsque cette relation ou ce droit est important, voire décisif, pour le stakeholder 2.

Outre la sensibilité au temps, l'urgence suppose que les *stakeholders* soient conscients de la très grande importance de leurs rapports avec la firme ou de leurs droits sur celle-ci. Ce sentiment peut notamment se manifester dans certains cas particuliers :

- lorsque les *stakeholders* possèdent des actifs spécifiques à la firme qui ne sont donc pas liquides et ne peuvent être utilisés ailleurs sans perte de valeur. Ceci rend l'*exit* très coûteux pour les *stakeholders* ;
- l'exposition au risque et plus précisément l'importance qu'attachent ces *stakeholders* à ce qui est en risque dans leurs relation avec la firme ;
- le sentiment d'appartenance à cette firme, notamment quand un tel investissement a été perpétué par la famille sur une assez longue période, en dépit de la fluctuation des performances et d'éventuels tumultes boursiers.

Cette prise de conscience des *stakeholders* sur l'urgence de leurs revendications, aussi nécessaire soit-elle, ne suffit cependant pas à faire évoluer leur situation. A l'instar de la légitimité, ou de tout autre attribut, l'urgence doit également être perçue et reconnue en tant que telle par les autres membres de la firme, en particulier les dirigeants. En tant que détenteurs et pourvoyeurs d'informations et responsables du processus décisionnel (allocation des ressources, décisions stratégiques,...), les dirigeants occupent une place centrale au sein de la firme. Dans le modèle de *stakeholder- agence (stakeholder –agency model)* de Hill et Jones (1992) cette place est réaffirmée. « *Quelle que soit la magnitude de leur participation (ou enjeu), chaque stakeholder est une part du nœud de contrats implicites et explicites qui constitue la firme. Cependant, en tant que groupe, les dirigeants sont à cet égard uniques du fait de leur position au centre du nœud de contrats. Les dirigeants sont le seul groupe de stakeholders qui entre dans des relations contractuelles avec tout les autres stakeholders. Ils sont également le seul groupe de stakeholders qui dispose d'un contrôle direct sur l'appareil décisionnel de la firme* » (Hill et Jones, 1992). Cependant, contrairement au modèle principal –agent, dans le modèle de Hill et Jones (1992), les dirigeants doivent prendre les décisions stratégiques et répartir les ressources d'une manière qui soit le plus conforme aux droits des autres groupes de *stakeholders* ¹⁸⁷.

Cette défense des intérêts des autres *stakeholders* est comme dans la plupart des modèles théoriques contingente aux comportements des managers. Cette dépendance des *stakeholders* vis-à-vis des dirigeants rend indispensable l'examen du fonctionnement de la firme (et des rapports entre les différents membres) dans une perspective managériale. Dans ce cadre, ce ne seront plus les attributs des acteurs qui feront de ces derniers d'importants *stakeholders* de la firme mais plutôt la perception qu'ont les

¹⁸⁷ Hill C.W.L., Jones T.M., (1992), op cit , p.134

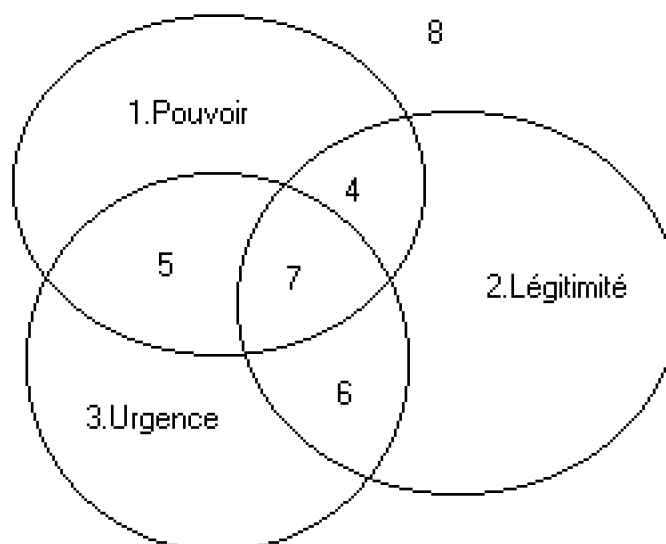
dirigeants de ces attributs. Ce sont en effet eux qui identifient (décident) *in fine* les *stakeholders* qui sont importants pour la firme.

Au total, deux éléments vont s'avérer déterminants pour l'identification des *stakeholders* qui comptent :

les attributs des différents acteurs ou *stakeholders* potentiels : légitimité, pouvoir et 1. urgence;

les objectifs et surtout les caractéristiques propres des managers (valeurs, culture, 2. pouvoir et légitimité, parcours professionnel, ...). Ceux-ci conditionnent leur choix et leur classement des *stakeholders* et, par conséquent, leur allocation des ressources.

A partir de ces trois attributs, légitimité, pouvoir et urgence, Mitchell, Agle et Wood (1997) établissent un classement qualitatif des *stakeholders*



La position relative des différents Stakeholders au sein de la firme

Source : Mitchell R.K., Agle B.R., Wood D.J., (1997) ¹⁸⁸

Ce schéma fait apparaître clairement que les acteurs situés dans la case (strate) n°7 ne peuvent être ignorés par les dirigeants. Le cumul des droits légitimes et du pouvoir signifie que ces membres de la firme font partie des coalitions dominantes au sein de l'entreprise. Par conséquent, lorsque leurs requêtes revêtent un caractère urgent, les managers placent ces revendications parmi leurs actions prioritaires.

A ce niveau, les appréciations des dirigeants ne peuvent aller à l'encontre des intérêts de ces *stakeholders* dans la mesure où ces derniers disposent de tout les leviers

¹⁸⁸ « Toward a theory of stakeholder identification and salience : Defining the principle of who and what really counts », *Academy Management Review*, vol 22, n°4, p.872

nécessaires pour faire aboutir leurs revendications.

De la même manière, les *stakeholders* qui appartiennent à la quatrième (case)strate – qui disposent donc du pouvoir et de la légitimité – font également partie des *stakeholders* dominants et donc importants pour la firme. Même s'ils ne prennent pas toujours un rôle actif dans le processus décisionnel, ils sont souvent représentés dans les organes directionnels de l'entreprise. C'est le cas notamment des gros actionnaires, et des créanciers importants qui siègent souvent dans les conseils d'administration, les conseils de surveillance et les divers comités (d'audit, de rémunération, ...). Même lorsqu'ils ne font pas partie de ces structures, ils peuvent recourir à plusieurs mécanismes formels et informels, comme le vote lors de l'assemblée générale, le ramassage en bourse ou la cession d'une partie de leur participation à des investisseurs hostiles, pour montrer leur importance aux dirigeants ou leur signifier leur désaccord avec la stratégie suivie. Ces situations sont néanmoins peu fréquentes puisque toutes les entreprises sont généralement dotées d'un département des ressources humaines, d'un office des affaires publiques, ou d'autres structures analogues¹⁸⁹, chargées de l'évaluation et du suivi des liens entre les firmes et ses différents *stakeholders*.

A l'inverse des *stakeholders* dominants, les membres de la sixième strate (case) sont plutôt des *stakeholders* dominés et dépendants. En dépit de l'urgence et de la légitimité de leurs droits, ces *stakeholders* ne sont pas en mesure de faire aboutir leurs revendications sans la volonté des dirigeants ou l'appui des *stakeholders* dominants. Les actionnaires minoritaires et les salariés peuvent dans certaines circonstances être assimilés à des *stakeholders* dépendants. Toutefois, pour reprendre cet exemple, lorsque des associations de défense des actionnaires minoritaires, des syndicats puissants ou la justice leur viennent en aide, ces derniers passent de la situation de *stakeholders* dépendants à celle de *stakeholders*, sinon dominants, du moins importants.

Ceci signifie que la puissance des *stakeholders* est évolutive¹⁹⁰, et est loin d'être une position figée. Les attributs étant eux même des données provisoires, les équilibres au sein de la firme sont forcément de nature dynamique.

La case n°5 montre une catégorie particulière de *stakeholders*. Sans disposer de droits légitimes, ces derniers vont essayer d'imposer leurs exigences à l'aide de leur pouvoir. Du fait de leur pouvoir de nuisance, ils peuvent devenir alors des *stakeholders* dangereux¹⁹¹, notamment quand leurs doléances sont illégitimes, non conformes aux intérêts de la firme, et ne sont pas partagées par les autres *stakeholders*¹⁹².

¹⁸⁹ Telles que les cellules chargées de suivre les relations avec les investisseurs existants et potentiels. Celles-ci se sont multipliées ces dernières années après que le débat public sur le gouvernement d'entreprise ait pris de l'ampleur

¹⁹⁰ Plusieurs facteurs peuvent être à l'origine de ces évolutions. La variation de la structure de capital, la nomination de nouveaux dirigeants, la diversification des activités, le recentrage sur les métiers de base, les fusions –acquisitions, ...sont autant d'événements qui peuvent déboucher sur de nouveaux équilibres.

¹⁹¹ Mitchell et al (1997) op cit p.877

¹⁹² C'est le cas notamment de certains *lobbies* très influents.

Enfin, les *stakeholders* des strates, 1, 2 et 3, n'ont qu'un seul attribut et sont donc moins importants aux yeux des dirigeants. Ces derniers peuvent même ne pas leur reconnaître une quelconque importance tant qu'ils n'acquièrent pas un second attribut ou ne se mettent pas en coalition avec des *stakeholders*¹⁹³ plus importants. Ainsi, les dirigeants qui ont des droits légitimes mais qui ne disposent d'aucun pouvoir réel seront toujours assimilés à des *stakeholders* discrets alors qu'ils sont membres à part entière de la firme. Telle n'est pas le cas des acteurs situés la case n°8. Ne possédant aucun attribut, ni droits légitimes ni pouvoir d'influence sur la firme, ces derniers sont considérés comme des non *stakeholders*.

Au total, il apparaît que plus les *stakeholders* possèdent d'attributs en relation avec la firme, plus ils ont la possibilité d'affecter ses décisions. Ce potentiel accroît alors la probabilité de voir les managers prendre en compte leur intérêts. Toutefois, comme l'objectif de toute firme est d'abord de créer de la richesse, avant de la répartir selon ses propres modalités, les dirigeants doivent procéder à des arbitrages dans leur mission de satisfaction des intérêts des *stakeholders*. Cela suppose la prise en compte des contraintes internes (influence des membres, optimisation des structures, répondre aux normes internationales d'évaluation des performances, motivation des acteurs, ...) et externes (pression des marchés, pressions sociales, suivre la concurrence, répondre aux normes internationales d'évaluation des performances,...)

Dans un contexte de globalisation des marchés et des économies, l'adoption d'une forme de gouvernance, résultante de toutes ces contraintes devient un exercice particulièrement périlleux. On peut alors se demander quelle configuration pourrait avoir un gouvernement d'entreprise qui s'inscrirait dans la perspective du « *stakeholder capitalism* »¹⁹⁴. Après la critique des schémas incitatifs, les défenseurs du « *stakeholder capitalisme* » mettent l'accent également sur les insuffisances et les effets pervers des mécanismes de contrôle externe, qui constituent la seconde composante des assises des modèles de marché¹⁹⁵. Ils proposent une nouvelle vision de la gouvernance, dont nous présentons une des premières ébauches.

III) Du Modèle d'agence aux approches partenariales

1) Critique des modes de contrôle externe

Dans les pays à économie de marché, où prédomine le contrôle externe des entreprises, un débat intense s'est engagé sur l'efficacité des mécanismes disciplinaires et de surveillance sur la performance (financière) des entreprises et leur conséquences sur le

¹⁹³ L'attention des managers évoluera alors au grès de l'évolution de la situation.

¹⁹⁴ Nous empruntons la notion de *stakeholder capitalism* pour indiquer que contrairement au *shareholder capitalism*, l'objectif des firmes ne se limite pas à la maximisation de la valeur des capitaux investis et que d'autres paramètres sont pris en considération.

¹⁹⁵ En effet les modèles marchands de gouvernement d'entreprise sont essentiellement basés sur deux éléments, l'incitation et la sanction par le biais de contrôle externe.

plan industriel. Les critiques ont été surtout axées sur les limites du contrôle par le marché des entreprises américaines et britanniques. On considérait alors que la perte de compétitivité du secteur industriel américain, face aux allemands et aux japonais, était due, en grande partie, à l'instabilité qui règne sur les marchés financiers. Celle-ci se traduisant notamment par la prédominance du court-termisme comme mode d'évaluation et de gestion des entreprises. En effet, les problèmes générés par la séparation de la détention du capital et de la fonction de gestion des entreprises n'ont jamais trouvé de solutions totalement satisfaisantes. Ainsi, une structure financière où la dispersion du capital est trop forte, signifie qu'aucun actionnaire individuel n'a intérêt à s'engager dans une mission de contrôle. Le coût du *monitoring* sera en effet intégralement à sa charge, tandis que les bénéfices profitent à l'ensemble des actionnaires. En effet, l'activité du *monitorings* suppose un engagement important en ressources et en temps.

Or plusieurs investisseurs préfèrent opter pour les avantages que procurent une situation de *free riding*, à savoir la liquidité et la diversification de leur portefeuille. Les conséquences de cette situation sont diverses et variées :

L'absence de contrôle laisse aux managers une large marge de manœuvre, qu'ils peuvent mettre à profit pour détourner les ressources de la firme. Ce comportement des dirigeants peut avoir deux sources :

1. Leurs divergence d'intérêt avec les actionnaires et leur opportunisme ;
2. la crainte d'une suréaction du marché lors d'événements conjoncturels défavorables (baisse momentanée du retour sur investissement, croissance plus faible ou ralentie,...) du fait de la quasi- inexistence d'engagements explicites et même implicites des investisseurs.

La juxtaposition de ces deux phénomènes peut se traduire au mieux par l'absence de toute stratégie de long terme, et au pire par la mise en place par les dirigeants d'une stratégie d'enracinement.

Par ailleurs, l'absence ou la faiblesse de l'activité de contrôle signifie que les investisseurs ne peuvent disposer d'informations fiables sur l'activité de la firme autres que celles fournies par les transactions sur le marché. Cette asymétrie d'information peut alors augmenter les mouvements erratiques et déboucher sur une stratégie myope des investisseurs. Cette situation peut également aboutir une certaine concentration du capital.

a) Agir sur la structure du capital ou l'exemple de la concentration et des L.B.O

Une autre issue possible est que ces transactions conduisent à une certaine concentration du capital. Celle-ci peut alors se traduire par l'émergence d'actionnaires importants ¹⁹⁶ susceptibles d'exercer l'activité du *monitoring*. Cependant, cette concentration du capital, issue et solution du problème du court-termisme (Berglöf, 1997),

¹⁹⁶ Cette concentration sera la conséquence inévitable du court termisme, en particulier lorsque le cadre légal est inadapté (Shleifer et Vishny, 1997).

a des effets ambigus. Certes, le problème du *free riding* peut être résolu, les *raiders* pouvant signaler aux minoritaires qu'ils ne partageront pas avec eux l'ensemble du gain résultant de la prise de contrôle. Pour ce faire, ils peuvent brandir la menace de rétention des bénéfices privés, ce qui implique une dilution de la participation des minoritaires, l'expropriation des minoritaires est un des problèmes récurrents de la concentration du capital. Cette expropriation devient d'autant plus problématique que le cadre légal offre peu de protections aux investisseurs ¹⁹⁷.

b) Les inconvénients d'une concentration du capital

En dehors du problème des minoritaires, l'apparition de larges investisseurs dans le capital d'une firme soulève d'autres interrogations :

1. Une forte concentration s'accompagne d'une baisse plus ou moins importante de la liquidité. Celle-ci réduit d'autant l'attrait de la firme pour des investisseurs potentiels, ce qui augmente d'autant le coût de l'exit. Maug E (1998) montre que quelle que soit la structure financière, un marché liquide conduit toujours à une gouvernance plus efficace dans la mesure où il allège les coûts de détention pour les gros actionnaires, en même temps qu'il minimise les problèmes du *free riding*. ;
2. d'un autre côté, la cession des blocs de contrôle à des prix nettement supérieurs à celui des actions ordinaires, montre bien les limites de l'optimalité de la règle « une action, un vote » ;
3. enfin, les conséquences sur l'avenir de l'entreprise peuvent également varier selon les modalités d'obtention de cette concentration

A titre d'exemple, les L.B.O financés imprudemment par un endettement excessif peuvent compromettre l'avenir de la firme et donc celui des *stakeholders*. Les dirigeants qui sont devant l'obligation de rembourser leur *junk bonds* peuvent soit s'engager dans des projets très risqués, soit procéder à la vente de la firme par appartements ¹⁹⁸. Ainsi, ce qui était considéré comme une innovation majeure du *corporate governance*, devient sujet à caution ¹⁹⁹. Ces controverses sur l'efficacité de la structure financière en tant que mécanisme de gouvernance, vont bien au-delà du degré de concentration/ dispersion du capital. Elles concernent également les effets pervers des stocks options (Miller, 1994), la justification économique des plans de rachat d'actions, le paradoxe des O.P.A, et les avantages et les inconvénients de l'enracinement des dirigeants (Shleifer et Vishny, 1989, Castanias et Helfat, 1992).

2) Autres critiques du modèle « principal- agent »

¹⁹⁷ Dans une étude comparative La Porta R. Lopez-desilanes F., Shleifer A., Vishny R., (1997), « *légal determinants of external Finance* », Journal of Finance, vol 52,n°3, juillet, , p.1150 pp.1131-1150

¹⁹⁸ Lorsque ces contraintes de remboursement sont fortes, cette cession peut s'effectuer sans qu'elle procède d'une quelconque logique industrielle comme le recentrage, et peut même porter sur les centres d'activité les plus profitables de la firme.

¹⁹⁹ Jensen (1993) lui-même admet la possibilité d'excès dans la pratique des L.B.O

Ces divergences théoriques profondes ont amené certains auteurs²⁰⁰ à émettre une critique plus fondamentale. Il s'agit de la remise en cause de la logique même adoptée par les tenants du modèle financier. On considère que ce modèle ne peut capter que quelques aspects de la problématique du gouvernement de l'entreprise et ce pour deux principales raisons.

La première critique, qu'on pourra qualifier d'externe au modèle, considère que cette problématique est d'essence multidisciplinaire (économique mais aussi juridique, politique, sociale,...). Se focaliser sur les seuls aspects financiers ne permet donc pas de saisir toute la complexité du problème. Naturellement, les solutions proposées ne peuvent dans ce cas n'être que parcellaires.

La seconde insuffisance du modèle principal/agent tient au fait que l'accent soit mis exclusivement sur la maximisation de la richesse des actionnaires, tandis que les autres *stakeholders* sont relégués au second plan²⁰¹.

Cette seconde critique constitue l'argument de base des tenants de la « *stakeholder theory* ». Ceux-ci n'omettent cependant pas en élargissant leur analyse aux autres membres, d'inclure dans leur grille des éléments tels que le contexte institutionnel, le cadre juridique,...etc. Comme le montrent Freeman et Liedtka (1997), l'idée du « *stakeholder capitalism* » remonte à une vieille tradition qui considère le business comme une partie intégrante de la société plutôt qu'une institution isolée et de nature purement économique²⁰². A partir de là, l'idée du *stakeholder* management a été développée dans les années quatre vingt comme une méthode de prise en compte systématique de l'intérêt de tout ceux qui « *peuvent affecter ou être affectés par la firme* ».

3) Propositions des défenseurs du « *stakeholder capitalism* »

Au-delà des considérations théoriques, ce qui importe est de savoir si le fait de ne prendre en compte que le risque financier de perte de richesse à court terme des actionnaires et l'absence d'engagements envers les autres *stakeholders* améliore ou non l'efficacité économique. Dans le cas contraire, quels sont les arrangements susceptibles de stimuler la création de richesse ?

Dans une recherche destinée à comprendre le secret des organisations innovantes et performantes, J. Pfeffer (1998) identifie quelques pratiques communes qui semblent constituer le socle de cette réussite. Il s'agit notamment de la sécurité de l'emploi, une formation de qualité au sein de l'entreprise, une réduction des barrières et distinctions statutaires, y compris dans le langage, et des différences de rémunération entre les divers niveaux hiérarchiques, une rémunération relativement élevée et contingente aux

²⁰⁰ On peut citer Hill et Jones (1992), Blair (1995), Vitols (1995), Prahalad (1993), Freeman (1997), ...

²⁰¹ Hormis les actionnaires, et dans une moindre mesure les dirigeants, ce modèle ne reconnaît pas de rôle d'acteurs aux autres *stakeholders*.

²⁰² Freeman E., Liedtka J., (1997), « Shareholder capitalism and the value chain », *European Management Journal*, vol 15, n°3, juin, p.286

performances de l'organisation et enfin, une large circulation interne de l'information tant financière qu'industrielle.

En résumé, une grande importance est accordée au capital humain, et l'adhésion de tout les *stakeholders* aux objectifs de la firme est un des soucis majeur et permanent de ces organisations.

Les processus de formation qu'organisent ces firmes sont relativement coûteux et débouchent sur des actifs souvent très spécifiques à la firme. Mais, en phase de ralentissement économique ou de forte concurrence, ces firmes se retrouvent devant un dilemme. Comment réduire leurs coûts et rétablir leurs marges bénéficiaires. Lorsque les coûts fixes deviennent incompressibles, les dirigeants ont souvent tendance à recourir aux réductions d'effectifs voir aux licenciements abusifs. Au fil du temps, le *downsizing* est devenu une règle de gestion et une des réponses que beaucoup de firmes n'hésitent pas à employer pour obtenir l'adhésion des marchés à leur stratégie. Toutefois, dans le cas des sociétés étudiés par Pfeffer (1998), c'est la sécurité de l'emploi qui est privilégiée et non le contraire. Cette attitude peut à priori sembler anti-économique quand on sait la flexibilité qui caractérise le marché du travail américain.

L'investissement dans l'activité de recherche et développement, donc dans des compétences humaines, est par essence un investissement non tangible. Lorsque ces actifs non tangibles sont en plus spécifiques à la firme, leur financement ne peut se faire que par autofinancement ou par augmentation de capital, dans la mesure où ils sont risqués et présentent une faible valeur liquidative, autrement dit une faible garantie pour les créanciers (Williamson, 1988). On peut donc se demander comment les actionnaires qui supportent les dépenses inhérentes à ces activités peuvent adhérer à une politique de sécurité de l'emploi.

Une première réponse, consiste à voir dans l'attitude de ces firmes un moyen de sauvegarder leur investissement initial. En effet, les licenciements qui offrent un avantage de réduction des coûts sur le court terme, s'apparentent en réalité à une perte d'actifs stratégiques susceptibles d'être récupérés par la concurrence. Comme le proclame le vice président d'une de ces entreprises (Southwest Airlines), *les employés représentent pour notre compagnie des actifs stratégiques et non des coûts*. Au-delà de cette vision, la véritable explication quant à l'importance accordée aux salariés réside dans la philosophie même de ces firmes. Celles-ci établissent des stratégies fondamentalement basées sur le long terme. Dans cette optique, on considère comme vital le maintien de liens de confiance entre l'entreprise et tout ses *stakeholders*, dont les salariés, grâce à des engagements réciproques. Les employés disposent donc d'un droit moral et implicite qui les protège relativement du chômage dans les périodes de ralentissement économique. A l'inverse, en période de plein emploi et de tension sur le marché du travail, ces salariés demeurent fidèles à leur société lui évitant ainsi des dépenses de prospection, et de formation supplémentaires.

Cette prise en compte des intérêts des salariés revient à reconnaître la spécificité du capital humain. A la différence des autres capitaux (financier, industriel, ...), qui peuvent facilement être commercialisables, le capital humain est inaliénable (Moore, 1991). Les droits de propriétés qui s'exercent sur les actifs physiques ne peuvent s'exercer de la

même manière sur l'actif humain. Par conséquent, les actionnaires doivent avoir vis-à-vis de ces actifs une autre stratégie que celle qu'ils peuvent avoir envers les autres types d'actifs dont ils sont propriétaires. Il s'agit de construire des arrangements qui reconnaissent l'importance du capital humain à travers la mise en place de mécanismes protecteurs, en particulier lorsque le risque spécifique encouru est considérable²⁰³.

Cependant, cela ne peut pas être suffisant pour garantir une pleine adhésion des salariés aux objectifs de l'entreprise. Celle-ci passe par leur implication, d'une manière ou d'une autre, dans les affaires de la firme. Le système de codétermination allemand fournit un bon exemple à cet égard. De même, le développement du capitalisme salarial qui semble se dessiner en France, peut être intéressant à suivre.

Enfin, et cela paraît l'aspect le plus important, ces engagements de long terme constituent la meilleure incitation qui permette aux salariés de s'investir entièrement dans la firme pour construire son savoir-faire, stimuler son innovation et par-là même augmenter sa productivité. On considère d'ailleurs que cette sécurité de l'emploi est une des principales raisons des succès et des performances de l'industrie japonaise²⁰⁴.

Ces deux aspects que sont l'incapacité relative de la structure du capital à résoudre seule les conflits d'agence entre *stakeholders* et la position réelle des actionnaires et des salariés au sein de la firme, montre l'intérêt de l'approche en termes de *stakeholders capitalism*. Celle-ci apparaît moins restrictive et son analyse de la firme beaucoup plus globale et riche dans la mesure où tous les acteurs sont pris en considération. Encore faut-il pouvoir concilier intérêts des *stakeholders* et contraintes de la globalisation, en d'autres termes, savoir quel gouvernement d'entreprise peut émerger de la prise en compte de ces différents impératifs. L'observation des transformations actuelles peut constituer à cet égard un premier élément de réponse.

Conclusion

Au terme de ce chapitre, on peut noter que la théorie du gouvernement d'entreprise n'est qu'à ses débuts. En effet, en dehors des conflits d'agence et de l'asymétrie de l'information, les soubassements théoriques sont encore très hétérogènes. Ainsi, si la notion de créancier résiduel empruntée au droit de la propriété est un élément central dans la démonstration des théories de la valeur actionnariale, elle est paradoxalement utilisée par d'autres auteurs (Blair, 1995) pour contester le bien fondé de ces théories. Cet aspect mis à part, les marchés financiers semblent aujourd'hui dominés par l'impératif de création de valeur qui découle directement des approches dites restrictives du gouvernement d'entreprise. De plus en plus de dirigeants, mettent en avant les concepts de valeur actionnariale, de retour sur investissement, de marge opérationnelle, d'E.V.A ou de M.V.A pour justifier leurs projets d'investissement, leur changement de stratégie, voire

²⁰³ Notamment lorsque les salariés s'investissent dans des actifs spécifiques à la firme. Dans de telles cas, le risque est élevé et la situation des salariés s'apparente de fait à celle de créancier résiduels (Blair, 1995).

²⁰⁴ Brown C., Reich M., (1997), « Micro-macro linkages in high performance employment systems », *Organisations Studies*, vol 18, n° 7, p.778

même leurs plans sociaux. La publication régulière des indices de performance des fonds conduit les gérants à rechercher les plus-values à court terme, accentuant ainsi les pressions sur les entreprises cotées.

Face à cette financiarisation croissante de l'économie²⁰⁵, les tenants des approches larges du gouvernement d'entreprise justifient leur choix de prise en compte de l'ensemble des intérêts des partenaires par les effets pervers des approches restrictives. Ils contestent aussi bien la légitimité que l'efficacité supposées d'une gouvernance exclusivement orientée vers l'actionnaire. Dans les modèles alternatifs qu'ils tentent de mettre en place, l'objectif de la firme apparaît comme un compromis entre les intérêts des divers stakeholders. Ainsi, il serait exclu de recourir au *downsizing* en vue d'améliorer performances financières pour les investisseurs puisque cela revient à sacrifier l'aspect social qui représente l'intérêt des salariés. Cet équilibre entre les aspects financiers, industriels et sociaux a longtemps imprégné la logique de fonctionnement des entreprises françaises.

Conclusion de la première partie

Avec l'ouverture de plus en plus poussée des économies et la montée du poids des financements externes, les modèles de gouvernance connaissent une grande transformation. Le triomphe du marché, avec en filigrane, le net déclin des capitalismes japonais et de la sociale démocratie européenne qui tranche avec la vigueur des économies anglo-saxonnes, semble indiquer d'emblée les enjeux de ces évolutions. Comme le relève P Geoffron (1997), « *Les problèmes sous-jacents à la mutation du corporate governance nous semblent être ceux de la résistance ou non des modèles industriels basés sur la coopération de stakeholders et non pas seulement sur le conflit des actionnaires et des managers* ». Cette affirmation trouve sa signification lorsqu'on sait que des concepts, tels que la valeur actionnariale (*Shareholder value*), l'E.V.A (*economic value added*), et la M.V.A (*market value added*) ou, des pratiques, telles que l'émission de *junk bonds*, la généralisation du recours aux stocks options, le *downsizing* et la multiplication des O.P.A hostiles, jusqu'alors totalement ignorés en Europe continentale et au Japon, façonnent aujourd'hui le discours et la démarche de beaucoup d'entrepreneurs de ces pays.

Paradoxalement, c'est aux Etats-Unis que les O.P.A systématiques ne sont plus recherchées, tandis que de plus en plus de dirigeants anglo-saxons s'évertuent à introduire des relations fondées sur des pratiques de long terme (Kester, 1992 et Groenewegen, 1997). Même les fonds de pensions essayent de moraliser leur image en encourageant les firmes dont ils sont actionnaires à se préoccuper de quelques aspects sociaux et environnementaux. Ces évolutions traduisent-elles des mouvements de fonds vers une convergence des modèles de gouvernance illustrant ainsi la non-viabilité des modèles extrêmes ? Pour l'économie des organisations, cette interpénétration est

²⁰⁵ Les flux financiers atteignant des multiples exponentiels des flux réels.

attendue. Elle est basée sur l'échec des structures spécifiques de gouvernance, lequel échec peut être corrigé par l'introduction d'éléments d'autres modèles types.

Pour autant on ne peut parler, à ce stade du moins, de modèle unique et universel de gouvernement d'entreprise. En effet, en dépit des transformations constatées, beaucoup de rigidités et de traits spécifiques caractérisent encore les modèles de base respectifs. Cette inertie est le signe, selon certains auteurs (Fukao, 1995, Schmidt, 1997, Brown et Reich, 1998), que la juxtaposition d'éléments de chaque modèle de base ne peut pas donner naissance à un modèle hybride plus adapté.

Il existe une logique propre à chaque mode de gouvernance qui, certes peut être améliorée, mais aussi brisée avec des changements radicaux incompatibles. Il en est ainsi de la flexibilité de l'emploi, à l'américaine, qui serait incompatible avec le développement de certains investissements spécifiques. Le danger dans ce cas est plutôt d'obtenir un non-système.

Dans cette perspective, un gouvernement d'entreprise basée sur la prise en compte de l'intérêt de l'ensemble des *stakeholders*, avec des variations en fonction du contexte légal et institutionnel, constitue une voie de recherche d'autant plus prometteuse, que de plus en plus de travaux concluent au rejet de l'hypothèse de la maximisation de la richesse des actionnaires en tant qu'unique objectif de la firme. Encore faut-il disposer d'un modèles cohérent qui réponde à la fois aux droits des *stakeholders* et aux nouveaux impératifs de la globalisation.

L'économie française qui connaît, à l'instar de celles de ses partenaires européens, de profondes mutations peut nous fournir les premières indications sur le sens de l'évolution des formes de gouvernance et leur implication sur les modes de financement.

DEUXIEME Partie. l'économie française : Une illustration des évolutions parallèles des modes de financement et de la gouvernance

Introduction

A la fin de la première partie, nous avons vu qu'il existe fondamentalement deux approches théoriques du *corporate governance*, une approche inspirée du capitalisme actionnarial et que nous pouvons illustrer par les modèles du Principal/agent ou encore ceux de la gestion par la valeur, et une approche partenariale, inspirée du *stakeholder capitalism*, et dont les modèles, encore en construction, sont essentiellement basés sur la critique des modèles de la *shareholder value*. Dans le troisième chapitre de cette deuxième partie, nous tenterons à travers l'analyse de l'économie hexagonale, en particulier, son mode de financement, de déterminer le modèle de gouvernance dominant au sein des entreprises françaises et comment celui-ci évolue. Dans un premier temps, nous analyserons, dans le troisième chapitre, la logique de fonctionnement de l'économie

française pendant la période allant de 1945 au milieu des années quatre-vingt.

En France comme dans la plupart des pays européens, les années d'après guerre sont des périodes de reconstruction. Ce contexte propice à l'intervention publique voit une grande implication de l'Etat français dans l'activité économique. Cela se traduit par la constitution d'un large secteur public et parapublic et s'accompagne de la mise en place d'une planification destinée à fournir un cadre cohérent aux orientations économiques retenues par les autorités. Jusqu'à la fin des années cinquante, la production des entreprises publiques et privées est destinée, en grande partie, à la satisfaction des besoins domestiques. Même si la signature du traité de Rome en 1957, marque le début de l'ouverture de l'économie française sur l'extérieur, la concurrence entre entreprises reste marginale. Parallèlement à la poursuite de l'ouverture sur l'extérieur à la faveur de la construction européenne, l'Etat renforce ces aides et autres subventions aux entreprises de certains secteurs stratégiques comme il encourage le mouvement de concentration pour la constitution de champions nationaux. Devant le faible développement du marché financier, ces aides et autres subventions complètent le crédit qui constitue le mode de financement dominant de la totalité des entreprises, privées ou publiques (Section1).

Parallèlement à la gestion d'un large secteur public, Les pouvoirs publics étendent et renforcent leur emprise, déjà importante, sur le secteur financier jusqu'aux premières privatisations de 1986. Cette situation facilite l'identité de vue entre l'Etat industriel et l'Etat banquier.

Le secteur financier privé prend très peu de risque dans la mesure où le financement des grands projets industriels est pris en charge, directement ou indirectement par l'Etat, les concours bancaires ne représentant souvent qu'une partie du financement. Cette structure capitaliste assure une convergence d'intérêts entre les secteurs financiers et industriels. Celle-ci est facilitée par l'homogénéité sociale des élites qui sont en charge des divers secteurs économiques. La mainmise de l'élite administrative sur la direction des grandes entreprises (A Beitone, M Parodi, B Simler, 1994, p278) a permis d'avoir une stabilité et une cohérence du modèle français de gouvernance. Dans cette économie mixte, la rentabilité financière est un objectif secondaire. En revanche, les réussites industrielles et les aspects sociaux sont très importants. On assiste au développement d'un modèle de *stakeholder capitalism* conduit par le tandem Etat-élites.

Outre l'assurance de l'Etat actionnaire/créancier, les dirigeants des grandes entreprises bénéficient des vastes réseaux d'alliance qui les protègent contre toute sanction. Même la vague de privatisations de 1986 et l'ouverture progressive de l'économie française ne produisent pas de bouleversements majeurs dans les structures françaises. En effet, le recul du rôle de l'Etat est compensé par le renforcement et la sophistication des mécanismes de noyaux durs et de participations circulaires pendant plus d'une décennie (section 2). Néanmoins, depuis l'accélération des processus de la globalisation financière mondiale et de la déréglementation des économies de l'OCDE, les modes de financement évoluent rapidement, ce qui entraîne de profonds changements des structures financières et par extension une évolution parallèle des modèles de gouvernance.

Dans le quatrième et dernier chapitre de cette thèse, nous nous servons des données des tableaux d'opérations financières (T.O.F) pour étudier le comportement

financier de quelques agents économiques, en l'occurrence l'Etat, les banques et les investisseurs institutionnels français et étrangers. L'examen du financement de la dette publique et la stratégie de placement des organismes financiers en France (section 1) nous permettra de mieux saisir l'évolution des modes de financement des entreprises françaises (section 2). Si le niveau et le mode de gestion de la dette publique ont des effets certains sur les marchés de capitaux domestiques, à travers notamment le niveau des taux d'intérêt à long terme et des primes de risque, le comportement des investisseurs institutionnels et leur degré d'aversion au risque par exemple, ont un impact direct sur le financement des sociétés²⁰⁶ (section 2). Il est à cet égard intéressant de voir les liens qu'on peut établir entre la stratégie d'investissement des d'agents tels que les OPCVM, les sociétés d'assurance, la CDC, et surtout les fonds de pension étrangers, et les institutionnels non-résident de manière générale, et l'évolution des modes de financement des entreprises françaises.

Outre les modes de financement étudiées à travers les T.O.F, nous tenterons de déceler ces transformations potentielles à travers deux autres critères que sont l'évolution du taux d'autofinancement ainsi que celle des taux d'intermédiation tant de l'économie dans son ensemble que celle des entreprises non financières. La courbe des taux d'autofinancement nous fournira des indicateurs sur la santé financière des entreprises françaises. Nous verrons notamment si ces firmes arrivent à combler leur manque chronique de fonds propres. Si cette évolution se confirme, il faut alors voir dans quelle mesure celle-ci n'est pas le résultat d'un sacrifice de l'investissement, sachant que le taux d'investissement était très élevé lorsque la sphère financière était encore largement sous le contrôle de l'Etat. Les taux d'intermédiation nous donnerons des indications utiles sur le rôle des intermédiaires financiers dans les circuits de financement et à travers eux la place du crédit dans les ressources des entreprises non financières.

Par ailleurs, la montée en puissance des institutionnels, notamment étrangers, dans le capital des sociétés françaises devrait se traduire par une évolution des exigences tant en termes de retour sur investissement qu'en matière de communication financière, voire même de stratégie industrielle. En d'autres termes, l'évolution des modes de financement doit s'accompagner d'une évolution parallèle ou, du moins *ex post*, des normes de gouvernance hexagonales. (section 3). Pour cela, nous analyserons la composition et le fonctionnement des conseils d'administration des grandes sociétés françaises avant de terminer par l'examen de quelques opérations financières et industrielles en liaison directe avec la problématique du gouvernement d'entreprise.

Chapitre 3. Modes de financement et logiques de fonctionnement des firmes françaises avant les réformes financières des années quatre-vingt

²⁰⁶ Même si d'autres considérations comme la structure du pouvoir, l'attitude des dirigeants et des actionnaires dominants, sont aussi des éléments déterminants dans le choix de la structure financière.

Introduction

Après l'analyse théorique de la première partie, nous présentons dans cette seconde partie une analyse de l'économie du financement et de la gouvernance des firmes françaises en liaison avec les aspects théoriques développés. Mais, contrairement à l'approche essentiellement microéconomique de la première partie, notre démarche dans cette seconde partie est d'ordre macroéconomique. Bien que notre problématique soit essentiellement centrée sur les entreprises, notre objectif est d'avoir une image globale de leurs modes de financement et de leur gouvernance en liaison avec le comportement d'autres agents tels que l'Etat et les investisseurs institutionnels. Pour cela, nous avons utilisé les données des T.O.F qui sont, d'une certaine façon, une globalisation de la micro.

Avant d'utiliser ces données, il nous a semblé nécessaire de procéder à une analyse de l'économie française sur une longue période en vue de mieux saisir les transformations potentielles qui peuvent ressortir du volet « empirique ». C'est pourquoi, ce troisième chapitre est consacré à l'étude des modes de financement et la logique de fonctionnement des entreprises françaises depuis la libération jusqu'au lancement des réformes financières au milieu des années quatre-vingt. Dans un premier temps, nous reviendrons sur le contexte économique de cette période (section 1) pour mieux situer les priorités de l'époque, le rôle des différents acteurs tels que l'Etat et les missions assignées aux entreprises. L'exposé de ces faits nous permettra alors, dans un deuxième temps, de comprendre les conséquences des choix qui ont été faits sur la gouvernance des entreprises à cette époque et même au-delà (section 2). Il s'agit de montrer à quelle logique obéissent les participations croisées, les noyaux durs ou l'autocontrôle. Ces éléments constitutifs des relations structurantes pendant cette période, ont donné naissance à un type de *corporate governance* dont la résistance aux transformations de l'économie mondiale est de moins en moins évidente.

Section 1 : Le cadre macro-économique de la fin du second conflit mondial aux années quatre-vingt

I) Le contexte historique

A la fin de la seconde guerre mondiale, l'économie française était dans un état de délabrement avancé. Le PNB était ainsi à un niveau inférieur à celui de 1938. Devant ce constat, les pouvoirs publics ont très vite décidé de prendre en charge l'essentiel de l'effort de reconstruction. Ils entreprennent pour se faire, un large mouvement de nationalisations pour disposer de tous les leviers nécessaires à la mise en place d'une politique économique volontariste. Les nationalisations successives en 1945 d'Air France, de la SNCF, la prise de contrôle des quatre principales banques de dépôt, des grands groupes d'assurance et de la régie ainsi que la création, à partir de 1946, des grandes entreprises publiques telles que EDF-GDF et les Charbonnages de France facilitent cette tâche²⁰⁷. Cette constitution d'un large secteur public et parapublic s'accompagne de la mise en place d'une planification destinée à fournir un cadre cohérent aux orientations

économiques retenues par les autorités. Elaboré par Jean Monnet, le premier plan se fixe comme objectif de reconstruire les grands secteurs de base en s'appuyant sur les entreprises publiques. Les deuxième et troisième plans s'inscrivent dans la même ligne. Ainsi, dès 1947 l'Etat finance la moitié des investissements industriels. Cette action des pouvoirs publics traduit les impératifs et les priorités économiques d'après guerre et de la période de reconstruction de manière plus globale.

II) Les impératifs économiques de la période de reconstruction

Le premier impératif est celui de la reconstruction. Il passe par la mise en place des infrastructures de base qui constituent un préalable à toute tentative de développement et de modernisation de l'économie. Les actions entreprises à partir du premier plan s'inscrivent dans cette démarche. Une priorité est donnée aux secteurs de base comme l'énergie, la sidérurgie et le transport, ce dernier participant à la modernisation du secteur agricole – considéré également comme un objectif important – en facilitant les liaisons entre le monde rural et la ville.

A côté de la constitution (ou de la relance) de ses secteurs de base, la proximité des deux conflits mondiaux a placé l'impératif de défense nationale au cœur de la stratégie industrielle, voire de la politique économique française dans son ensemble. Cet impératif sera ainsi directement à l'origine de la plupart des projets industriels tels que l'aéronautique et le nucléaire²⁰⁸.

Vers 1950, l'économie française a retrouvé son rythme de 1938 et on peut considérer que la reconstruction est quantitativement achevée²⁰⁹. Sur le plan qualitatif néanmoins beaucoup de progrès restent à faire et la modernisation de cette économie est loin d'être parachevée. La mise en place des équipements de base s'effectue en effet sans soucis majeur de productivité ou de rentabilité. Il est vrai qu'en 1945, la monnaie constitue un des rares moyens abondants²¹⁰ disponibles pour la relance de l'économie.

Par ailleurs, pour éviter des phases de crise sévères, à l'instar de celles survenues tout au long des années trente, et pour imprégner au processus de croissance une certaine continuité, le gouvernement opte pour une économie fermée. Celle-ci est tout à fait à l'opposé de la logique commerciale de l'entre-deux guerres²¹¹. Dans une première période donc, cette croissance s'est faite dans des déséquilibres. D'une part, les déséquilibres des paiements extérieurs obligent la France à conserver une politique protectionniste qui ne contribue pas à dynamiser certains secteurs protégés, d'autre part, les déséquilibres inflationnistes perturbent la croissance et le relèvement des niveaux de

²⁰⁷ Dacier P. et alii, (1985), *Les dossiers noirs de l'industrie française*, fayard, p.57 (415 pages)

²⁰⁸ Même si le nucléaire, dans sa version civile, participera également de la stratégie d'indépendance énergétique.

²⁰⁹ Berstein S. et alii., (1987), *Dictionnaire d'histoire économique de 1800 à nos jours*, Hatier, p.304 (616pages)

²¹⁰ Patat J.P., (1993), *Monnaie, institutions financières et politiques monétaires*, Economica, p.303

²¹¹ Eck J.F., (1994), *Histoire de l'économie française*, Armand Colin, p.5

vie²¹². Des efforts sont entrepris durant la première moitié de la décennie pour rétablir les différents équilibres macro-économiques et juguler l'inflation. En dépit de quelques succès notables, les résultats obtenus demeurent dans l'ensemble mitigés en raison, principalement, d'une conjoncture internationale peu favorable à l'économie française²¹³.

A côté de ces facteurs extérieurs à l'origine de la relance de l'inflation, la hausse des prix est également entretenue par les entreprises elles même. Profitant du protectionnisme, elles essayent de tirer le maximum d'avantages du climat de croissance mondiale, en majorant leurs prix. La spirale est alors relayée par les revendications successives des diverses catégories socioprofessionnelles.

Ce climat d'inflation, qui s'étend à tout les rouages de l'économie, s'il constitue un stimulant pour la consommation, ne contribue pas moins à instaurer au sein de la société une culture basée sur la permanence des revendications salariales²¹⁴. A la faveur des tentatives de restructuration et de stabilisation de l'économie engagée en 1952, ces revendications vont amplifier le climat de malaise social qui a gagné tout le secteur artisanal, celui des P.M.E et d'autres pans de l'économie qui subissent le contre-coup de la modernisation de l'outil de production. Profitant alors du climat de croissance, les autorités infléchissent leur politique en mettant l'accent dans le second plan sur la consommation qui devient le moteur essentiel de l'expansion. Cette entrée dans l'ère de consommation de masse favorise la modernisation de certains secteurs industriels tels que l'énergie et l'automobile²¹⁵.

De manière générale, cette expansion traduit une transformation radicale de pans entiers de l'économie. La fin de la décennie cinquante marque également un allègement de la politique protectionniste et un début d'ouverture économique sur l'extérieur avec la signature du traité de Rome en 1957 qui constitue l'acte de naissance du Marché Commun.

L'avènement de la cinquième République confirme et renforce ce choix. Mais, dans la mesure où les déséquilibres financiers sont devenus chroniques, le troisième plan met essentiellement l'accent sur le redressement de la situation financière et monétaire afin de réaliser l'assainissement nécessaire au développement. Cela se traduit par l'amorce d'une libération des échanges et par des mesures de lutte contre l'inflation²¹⁶. Malgré une approche un peu plus orthodoxe, la politique économique du début de la quatrième République garde un caractère encore franchement dirigiste²¹⁷. A travers les différents

²¹² Garrigou A., Lagrange M.P., (1986), *Histoire des faits économiques de l'époque contemporaine*, 2 édition, Dalloz, p.767,

²¹³ A titre d'exemple, la guerre de Corée aboutit à une flambée des cours des matières premières stratégiques (hausse de l'ordre de 40%) et des frets maritimes ce qui contribue à l'augmentation des coûts de production et à la relance de l'inflation.

²¹⁴ Cette pratique se transforme peu à peu en une culture de préservation des acquis et explique, au moins en partie, la faible capitalisation des entreprises en raison du partage plus favorable aux salaires de la valeur ajoutée.

²¹⁵ Le nombre de véhicules passe de trois cent mille voitures en 1949 à un million cent vingt mille voitures en 1958.

²¹⁶ Comme l'atteste la mesure psychologique et très symbolique de la création du nouveau franc.

outils qui sont à sa disposition, l'Etat contrôle, coordonne et au besoin infléchit l'évolution de l'économie.

Ainsi, lorsqu'en 1963 la forte croissance que connaît l'ensemble des pays capitalistes fait à nouveau réapparaître des poussées inflationnistes, le gouvernement réagit en lançant un plan de stabilisation. Celui-ci prévoit entre autres :

- une sévère restriction du crédit ;
- une réduction des dépenses publiques ;
- un contrôle rigoureux des prix et
- une réduction des droits de douane sur certains produits industriels étrangers.

Ces mesures, en particulier la dernière, reflètent la volonté des autorités de donner une orientation plus libérale à l'économie en autorisant une plus grande concurrence étrangère. Cette inflexion dans la politique économique se traduit également par un encouragement de l'initiative privée au détriment de l'initiative publique. Le rôle fondamental de l'Etat en tant que maître d'œuvre de l'économie tend alors à s'estomper.

Les cinquième et sixième plans, 1965-1970 et 1971-1975, confirment cette tendance avec la diminution de l'aide de l'Etat aux entreprises publiques.

En dehors de cet aspect, l'impératif industriel constitue tout au long de cette période l'axe central de la politique économique gouvernementale. Après la mise en place des infrastructures de base et le relèvement du niveau de vie des citoyens, qui permettent l'entrée de la France dans l'ère de la consommation de masse, cet impératif industriel devient l'objectif fondamental qui doit garantir à la France son rang de puissance.

Ce choix, qui est entériné par les quatrième et cinquième plans, s'explique par un certain retard de la France dans ce domaine par rapport à ces principaux concurrents. En effet, favorisées par le protectionnisme relatif dans lequel évolue l'économie française, des milliers d'entreprises, les petites notamment, continuent à survivre dans des conditions artificielles qui rendent leur prospérité souvent trompeuse. Cette réalité devient mieux perceptible avec le début d'ouverture qu'entraîne la signature du traité de Rome en 1957.

III) Le traité de Rome et le début de la restructuration industrielle

Les années qui suivent la signature de ce traité révèlent peu à peu les insuffisances de l'industrie française²¹⁸. Les entreprises qui produisent, pour une partie d'entre elles, pour le marché domestique essentiellement, se retrouvent souvent devancées par leurs concurrentes. Profitant de la progressivité dans la libéralisation des échanges, les pouvoirs publics s'efforcent de faire passer le système productif français d'une logique d'investissement et de production définie dans le cadre national à une stratégie d'insertion

²¹⁷ Bernstein S., et alii op cit. p.326

²¹⁸ L'étroitesse de l'éventail des exportations, dominées par les produits agroalimentaires, est un des signes les plus révélateurs de ces insuffisances.

dans un espace économique internationalisé. Pour ce faire, ils poussent les entreprises à essayer d'abord de s'adapter avant de conquérir des parts de marché dans une seconde étape.

Dans cet esprit, et jugeant que la taille des firmes est devenue un facteur décisif de compétitivité, l'Etat engage et encourage un mouvement de concentration d'une part et tente de forger quelques grands groupes d'autre part. Leur création devant permettre à la France de disposer d'entités capables de « rivaliser avec les géants d'outre Rhin, d'outre Manche et d'outre Atlantique » (De Combret f., 1983). C'est ainsi qu'à la fin des années soixante, des grands programmes sont lancés. Animés par d'importantes commandes de l'Etat, ils concernent des domaines aussi divers que l'aéronautique (Airbus, Concorde, Mercure), l'espace (Ariane), le nucléaire, l'informatique (plan calcul) et le téléphone.

Parallèlement, des programmes d'aides à des secteurs jugés essentiels pour l'économie nationale, sont assurés (charbonnages, sidérurgie, ...). Néanmoins, ces aides sont assorties de conditionnalités. A titre d'exemple dans le secteur de la sidérurgie, où les entreprises sont dans l'impossibilité financière de réaliser les investissements de modernisation, les pouvoirs publics, par le biais de la convention Etat-sidérurgie 1966/70, fournissent une aide financière sous forme de prêts à long terme et d'aides à la reconversion des sidérurgistes. En retour, ils exigent que les sociétés suppriment les unités anciennes et construisent des complexes intégrés. En 1971, une convention de ce type permet la construction du complexe de Fos-sur-mer. A quelques aménagements près, cette politique sera poursuivie jusqu'en 1974.

IV) Poursuite de l'ouverture dans les années soixante-dix

La poursuite de la construction progressive de l'Europe conforte le choix de l'ouverture sur l'extérieur. Cela se traduit par l'instauration d'un climat plus favorable aux investissements étrangers en France. La politique de concentration industrielle est poursuivie et même étendue à l'Europe avec un encouragement des regroupements européens ²¹⁹. Néanmoins, dans la mesure où les grands programmes sont considérés comme trop onéreux, la politique industrielle connaît un certain fléchissement. D'une part, la priorité est désormais donnée à la lutte contre le morcellement du tissu industriel par la création d'un ou deux groupes dominants par branche ²²⁰ et pour alléger le coût de cette restructuration, des mesures fiscales sont prises pour susciter une plus grande participation du privé. Elles concernent en particulier les aides fiscales à la concentration, une disposition qui facilite l'amortissement des équipements et l'avoir fiscal pour les firmes qui accélèrent leur internationalisation.

D'autre part, apparaît pour la première fois le terme des créneaux en faveur notamment les industries agroalimentaires et celles des biens d'équipement. Parallèlement, le rôle économique des PME est également reconnu par la fondation de l'Institut de Développement Industriel en 1970. Cet organisme public est chargé d'aider les PME par des prises de participation temporaires. Cette prise en compte des PME sera

²¹⁹ C'est ainsi que se constituent en 1973, Siemens, Philips et Unidata par l'association de la C.I.I

²²⁰ D'où la poursuite du mouvement de concentration entre 1965 et 1974.

encore plus importante de la politique économique lorsque surviendra la crise internationale au lendemain du premier choc pétrolier.

V) La crise et le redéploiement

1) Première évaluation des résultats des politiques de reconstruction

Pendant plus d'un quart de siècle d'une reconstruction et d'une expansion planifiée, l'économie française connaît un formidable essor. En 1974, la production agricole atteint le double de celle de 1946 alors même que la superficie cultivée recule de 10% et que la population agricole régresse fortement passant de sept millions en 1946 à moins de trois millions en 1974. Ces performances spectaculaires s'expliquent d'abord par les gains de productivité rendus possibles par les efforts de modernisation. Car, en dépit de cette progression, le poids relatif de l'agriculture dans l'économie française est plutôt en déclin. En 1974, celui-ci n'est plus que 5% du PIB contre 17% en 1946.

Cette baisse relative de la contribution de l'agriculture au produit intérieur brut reflète la profonde mutation de la société française. En 1974, la part des dépenses consacrées par les ménages à l'achat des produits alimentaires est en faible progression par rapport à celles consacrées aux produits industriels et aux services. Désormais, ce seuil de consommation des produits alimentaires commence à devenir structurel et n'a comme correctif que l'augmentation des volumes exportés.

A l'inverse, l'industrie est un des secteurs les plus dynamiques et celui qui est directement responsable de la croissance des années 1958-1974²²¹. Ainsi, si pendant cette période, la production agricole augmente de 2,5% en moyenne annuelle, cette croissance est de 4,7% pour les industries de consommation, 5,2% pour les transports et les télécommunications, 7,2% pour le secteur de l'énergie et 7,4% pour les industries d'équipement²²². La croissance économique étant d'abord un phénomène mondial, même si l'action des pouvoirs publics a contribué à la sauvegarde d'un équilibre relatif²²³, l'entrée en crise de l'économie mondiale en 1974, ne manque pas de provoquer des changements dans la politique économique française à partir de cette date.

2) La crise énergétique et le redéploiement industriel

Après une longue période de croissance exceptionnelle, les premiers signes de crise de l'économie internationale apparaissent au début de la décennie 1970. La suspension en 1971 de la convertibilité du dollar et la fin des parités entre les monnaies entraîne une certaine instabilité du système monétaire international. Les monnaies fluctuent en fonction des taux d'inflation et de croissance plus ou moins élevés que connaissent les différents pays. Ainsi, le franc français qui est sujet à une inflation chronique est particulièrement

²²¹ Bernstein S., et alii. Op cit. P. 329.

²²² Ces résultats paraissent d'ailleurs conformes aux priorités établies lors des différents plans de restructuration.

²²³ Carrigou A., Lagrange M. P., (1986) op cit., p. 767.

éprouvé. Néanmoins, ces turbulences n'arrêtent pas le processus de la croissance.

A l'inverse, les premier et deuxième chocs pétroliers survenus respectivement en 1974 et en 1976 entraînent de forts déséquilibres au sein de l'économie française. Le déséquilibre de la balance commerciale pousse la France, qui importe les trois-quarts de son énergie, à un effort d'économie d'énergie. Ces efforts dont le but est de réduire le coût des importations ont pour effet une diminution de l'activité économique. Celle-ci s'expliquant également par une baisse des exportations consécutive à un renchérissement des produits exportés. Pour la première fois depuis 1945 on assiste à une rupture du long processus de croissance. En 1975, la production industrielle enregistre un recul de 10% par rapport à 1974.

Dans ce nouveau contexte, la politique économique, jusque là axée essentiellement sur l'expansion, connaît quelques nouvelles orientations : L'impératif industriel se transforme en «redéploiement industriel ». Devant l'incapacité de maintenir des investissements lourds et coûteux dans tous les secteurs, l'accent est mis sur la nécessité de créer les meilleures conditions d'une compétitivité sélective de l'économie. Dans ce cadre, la priorité donnée à quelques secteurs comme l'électronique, l'aéronautique, le nucléaire et le téléphone est poursuivie, avec pour une plus forte maîtrise technique, un renforcement de la politique de recherche et développement (création de l'ANVAR).

A l'opposé, l'Etat redevient redistributeur pour atténuer la brutalité du déclin ou de la mutation de certaines firmes ou de certaines branches (telle le textile). Des prêts et des aides sont débloqués pour, selon le cas, moderniser l'outil de production ou accompagner la fermeture d'unités ou encore encourager le départ de la main-d'œuvre excédentaire.

A côté de ces grands axes, l'option libérale n'est pas pour autant abandonnée. Dans cette perspective, l'ouverture sur l'extérieur est consacrée pour promouvoir la concurrence et éviter toute tendance au repliement des entreprises. En outre, le redéploiement industriel est conçu comme une manière de réduire l'intervention de l'Etat, celle-ci devant laisser la place aux règles du marché et à l'initiative privée pour ne garder qu'un caractère exceptionnel.

En dépit de cette volonté affichée pour le libéralisme, dans les faits, le rôle de l'Etat en tant qu'acteur central de la vie économique demeure important. D'abord les pouvoirs publics procèdent lors de la période 1974 à 1980 à la création de divers organismes d'intervention industrielle ²²⁴ pour soutenir l'activité des entreprises comme le Comité Interministériel pour l'Aménagement des Structures Industrielles (C.I.A.S.I., 1974). Ce dernier conseille les entreprises en difficulté et fournit les aides du F.D.E.S. pour celles d'entre elles qui peuvent être sauvées. Le C.I.D.S.E. (1979) qui remplit les mêmes fonctions à l'égard des PME et le F.S.A.I. (1979) de manière analogue, des mesures de soutien direct à l'internationalisation des sociétés françaises sont prises à travers les

²²⁴ Comme le Comité Interministériel pour l'Aménagement des Structures Industrielles (C.I.A.S.I., 1974) qui conseille les entreprises en difficulté et fournit les aides du F.D.E.S. pour celles d'entre elles qui peuvent être sauvées, le C.I.D.S.E. (1979), remplit les mêmes fonctions à l'égard des PME et le F.S.A.I. (1979) est un fond destiné à favoriser les investissements productifs et les créations d'emplois, dans les régions en crise, en particulier, en facilitant le financement des implantations par le biais de prêts participatifs et de subventions.

garanties de la C.O.F.A.C.E. et les aides du Crédit National et du F.D.E.S.

Enfin, des plans sectoriels sont mis en œuvre pour organiser le sauvetage de secteurs industriels en crise (sidérurgie, textile...) par divers mécanismes d'allègement de frais financiers, de reconversion de dettes en prêts participatifs. Ces différentes actions publiques aboutissent à des résultats positifs au niveau sectoriel. Néanmoins, elles dénotent l'implication encore forte des pouvoirs publics dans la vie des entreprises comme en témoigne le rôle toujours actif du F.D.E.S.

Ces faits traduisent les difficultés et les réticences qu'éprouvent ²²⁵ ces mêmes pouvoirs publics à mettre fin au dirigisme économique qui a jusque là prévalu en France. Celui-ci sera même conforté avec les nationalisations à l'occasion du changement de majorité politique survenu en 1981 ou encore le large recours à l'encadrement du crédit, une stratégie qui s'apparente plus à une pratique administrative qu'à une régulation par le marché.

VI) Les nationalisations ou le retour au dirigisme économique

1) La politique volontariste des années 80

En 1981, le gouvernement de gauche décide d'un ensemble de mesures conjoncturelles toutes axées sur la lutte contre le chômage, redevenu pour l'occasion la priorité absolue des pouvoirs publics.

Sur le long terme, la philosophie adoptée consiste à mettre entre les mains de l'Etat tous les leviers importants pour lui permettre de mettre en œuvre une politique cohérente. Celle-ci devant concilier les impératifs de croissance économique, de développement industriel et de satisfaction des aspirations sociales notamment un niveau d'emploi satisfaisant ²²⁶. Dans cette perspective, la nationalisation des principaux groupes industriels et des principales institutions financières ²²⁷ qui ne sont pas dans le périmètre public est entreprise. A cette occasion, la planification quelque peu délaissée par les précédents gouvernements, regagne une place de toute première importance et redevient le projet de développement de la France ²²⁸. Un plan intérimaire de deux ans (1982-1983) est mis en place, dans l'attente de l'élaboration d'un plan définitif (le neuvième) qui s'étend de 1984 à 1988.

Dans ce cadre, une politique de relance par la stimulation de la demande, dans la pure tradition keynésienne, est mise en œuvre. Outre les augmentations de salaire

²²⁵ Même si l'inspiration libérale du gouvernement a permis d'éviter un dérapage de certains équilibres économiques hormis l'inflation et le chômage.

²²⁶ A travers notamment le plein emploi et une augmentation des salaires.

²²⁷ Toutes les banques et institutions financières qui totalisent plus d'un milliard de francs de dépôt sont concernées par cette mesure.

²²⁸ Bernstein S., et alii., (1987), Op cit., p. 339.

(relèvement de 10% du SMIC en 1981 et de 28% en deux ans) et quelques autres prestations ²²⁹, 150000 emplois sont créés dans les secteurs public et social entre 1981 et 1982 et des contrats de solidarité sont proposés aux entreprises et aux collectivités locales afin de permettre la création de nouveaux emplois. Ces mesures consacrent une sensible amélioration du pouvoir d'achat des salariés et parviennent à contenir pour quelques temps la progression du chômage. Mais du côté des entreprises, les coûts de production enregistrent une envolée d'autant plus spectaculaire que la durée hebdomadaire du travail est ramenée à 39 heures alors que les congés payés sont portés à cinq semaines par an.

Ces réformes sociales produisent un accroissement des charges des entreprises, ce qui affaiblit leur compétitivité. Le déficit de la balance commerciale atteint des proportions inquiétantes en 1982 ²³⁰. Sur le plan macro-économique le déficit extérieur est aggravé par la flambée du dollar entre 1981 et 1985 ²³¹. Conjugué au déficit budgétaire, ces déséquilibres aboutissent à une dévaluation à trois reprises entre 1981 et 1983 et amènent le gouvernement à opérer un changement majeur de politique économique.

2) Le tournant de la rigueur

A partir de 1983, la priorité est donnée au rétablissement des grands équilibres macro-économiques. La défense de la parité du Franc, à travers une lutte contre l'inflation, prend le pas sur la lutte contre le chômage. Ce tournant apparaît clairement lorsque, pour briser la pression inflationniste, le gouvernement consent à réaliser la désindexation des salaires par rapport aux prix, ce qui ouvre la possibilité à une baisse du pouvoir d'achat des salariés. Cette action d'assainissement du cadre macro-économique et l'adhésion aux politiques orthodoxes dominantes dans les autres pays industriels, ne détourne pas autant les pouvoirs publics de leur interventionnisme dans la gestion du secteur productif. Néanmoins, l'action de l'Etat entrepreneur se transforme progressivement pour s'approcher de celle de l'Etat régulateur avec notamment l'autonomie des entreprises et un début de décentralisation. Cette volonté de retour à une politique axée sur l'équilibre entre dépenses et recettes est confortée à une conjoncture internationale plus favorable. La baisse du prix du pétrole à la fin de 1984 et le reflux du dollar à partir de 1985 facilitent le rééquilibrage de la balance des paiements courants.

3) L'action de l'Etat dans le secteur productif

Sur le plan industriel, des actions sont entreprises pour reconstruire et moderniser l'appareil de production. L'accent est mis notamment sur la nécessaire diffusion, voire l'émergence, des nouvelles technologies, tant dans les industries manufacturières que dans des secteurs plus traditionnels comme le BTP et l'agroalimentaire. Concrètement,

²²⁹ Relèvement du SMIC de plus de 10% en 1981 et de plus de 28% en deux ans, majoration de 35% du minimum vieillesse entre juillet 1981 et janvier 1982 et augmentation des allocations familiales et des allocations logement de 50% en deux étapes.

²³⁰ Voir les chiffres.

²³¹ Et par conséquent des importations dont le poste énergie.

cette politique volontariste se traduit par la création d'un ministère de la Recherche et de l'Industrie. En outre avec le neuvième plan, apparaissent deux nouvelles procédures, les contrats de plan Etat-Région et les contrats Etat-Entreprise. Celles-ci inaugurent une nouvelle forme de planification fondée sur la contractualisation. Les contrats sont alors basés sur des engagements réciproques entre les entreprises et l'Etat ou entre ce dernier et les Régions.

Les contrats de plan Etat-Région constituent un lien de rencontre entre les priorités nationales et des priorités spécifiques régionales. La décentralisation mise à part, ces contrats visent également à la mise en œuvre d'une nouvelle politique régionale axée sur la modernisation industrielle avec notamment le développement des industries de pointe. Ceci se matérialise sur le terrain par la naissance des pôles de conversion.

Les contrats de plan entre Etat et Entreprise sont destinés quant à eux à assurer la cohérence entre les stratégies des entreprises et les orientations définies par l'Etat dans ses politiques économiques sectorielles. Les entreprises gardent une certaine autonomie, mais s'engagent en vertu de ce type de contrat à réaliser des objectifs d'intérêt général en contrepartie de l'aide publique qu'elles perçoivent.

Au total, les mesures prises depuis le début des années quatre vingt se sont d'abord traduites par la fragilisation de la structure financière des entreprises ²³² avec une augmentation de l'endettement et une baisse de l'autofinancement, ce qui a pour corollaire un net recul de l'investissement. Néanmoins, le tournant de rigueur notamment la réduction des charges sociales, et de la pression fiscale ainsi que le contrôle de l'inflation d'une part, et la réforme financière d'autre part aboutissent à un renversement progressif de cette tendance. Les marges de sociétés se constituent et l'investissement productif repart.

L'arrivée en 1986 d'une majorité libérale aux commandes de l'Etat consacre cette évolution. L'encouragement de l'initiative privée entamée en 1984 et 1985 est entériné avec le vote d'une loi prévoyant la privatisation de soixante cinq entreprises nationalisées dont certaines depuis 1945 et la suppression de l'autorisation administrative de licenciement. Ces aspects mis à part, les chantiers lancés par le gouvernement socialiste tels la désindexation des salaires sur les prix ou la diminution du déficit budgétaire sont poursuivis et pour certains menés à leur terme ²³³. Cependant le désengagement de l'Etat du secteur productif est loin d'être total. D'une part, le programme d'aide destiné à accompagner certains secteurs (automobile, sidérurgie ...) dans leur restructuration est maintenu, d'autre part, si la mise sur le marché d'entreprises publiques s'accompagne d'une modification des structures de capital et d'une évolution des circuits de financement, elle n'entraîne pas pour autant l'abandon des liens organiques qui unissent ces entreprises aux pouvoirs publics ²³⁴. La constitution de noyaux durs ²³⁵ au sein des firmes

²³² Les pertes cumulées des entreprises publiques entre 1981 et 1984 sont de 130 milliards de francs (Jaquillat, 1985).

²³³ Institution d'une liberté totale des prix et de la concurrence en décembre 1986.

²³⁴ C'est ainsi le cas du choix politique de base scellé à la libération, qui fait prévaloir un axe « Grande entreprise-Etat » dans l'industrie française, celui-ci demeure entier selon Brand et Duroussa (1989).

nouvellement privatisées constitue la première manifestation de la volonté des pouvoirs publics de ne pas abandonner le sort des entreprises au seul marché.

Dans la mesure où l'absence de fonds propres de ces sociétés peut déboucher sur des prises de contrôle hostiles et un déplacement du pouvoir décisionnel vers d'autres centres d'intérêt ou à l'étranger, ces noyaux durs constituent la première solution qui concilie ces deux impératifs²³⁶. Mis en place en 1986, ces mécanismes sont une nouvelle fois sollicités en 1993 lors de la seconde vague de privatisations. Dans l'intervalle, le gouvernement socialiste s'accommode de ces structures qui permettent de maintenir, à peu de frais, les grandes firmes françaises hors des convoitises étrangères. L'Etat concentre alors ses efforts sur l'accompagnement des entreprises publiques dans leur restructuration, le but étant de faciliter l'essor d'une économie mixte au sein de laquelle l'Etat actionnaire joue plus un rôle de garant de l'indépendance des entreprises.

Section 2 : Conséquences de ces choix sur la gouvernance des firmes pendant cette période

I) Système de contrôle et nature du pouvoir au sein des entreprises

1) Le poids et le rôle de l'Etat

a) Le secteur financier et l'orientation économique

Jusqu'à la première vague de privatisations de 1986, le secteur public occupe une place considérable au sein de l'économie française. Le secteur financier est à ce titre, un des secteurs où l'emprise de l'Etat est très forte même bien avant les nationalisations de 1982. En dehors des banques d'affaires²³⁷, Les pouvoirs publics ont directement ou indirectement le contrôle total sur les institutions financières. La mainmise complète sur le secteur bancaire permet au gouvernement d'imposer ses choix économiques aux entreprises publiques²³⁸. Il s'agit alors pour l'Etat banquier de conditionner le financement bancaire à la conformité des projets industriels proposés aux orientations du gouvernement ou aux objectifs retenus dans les plans. Il est vrai qu'à ce niveau la probabilité de conflits entre l'Etat banquier d'un côté et l'Etat entrepreneur d'un autre côté n'est pas élevé dans la mesure où l'actionnaire est le même et est unique.

Ainsi, lorsque sur le plan industriel, les projets retenus par les entreprises publiques

²³⁵ Que F. Morin (1993) désigne également par cœur financier.

²³⁶ Nous expliquerons dans la deuxième section comment les noyaux durs, à travers les participations croisées, ont constitué pendant longtemps une structure de défense anti-OPA efficace pour beaucoup de sociétés françaises de cotées.

²³⁷ Qui sont-elles aussi soumises au contrôle des autorités par la réglementation qui délimite leur champ d'action.

²³⁸ Miquel p., op.cit., p. 34.

nécessitent d'importants volumes de capitaux, l'Etat complète les concours bancaires qui ne représentent souvent qu'une partie des financements par d'autres canaux de distribution de crédits et d'aides. Ceux-ci comprennent essentiellement les avances directes ou indirectes du Trésor ainsi que les aides et les subventions des diverses institutions telle que la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC). Cette procédure, qui introduit une répartition des sources de financement entre divers organismes, au demeurant tous publics, a le mérite de ne pas reporter entièrement le risque financier d'éventuels échecs industriels sur les seules banques. Eu égard au rôle très marginal des marchés de capitaux dans le financement du secteur productif pendant cette période (...) et au caractère public du système financier, l'Etat se retrouve directement (par le biais du Trésor) ou indirectement (les banques) le principal bailleur de fonds des entreprises.

Cette situation facilite l'identité de vue entre l'Etat industriel et l'Etat banquier. Outre cette structure capitaliste, la convergence d'intérêts est également facilitée par l'homogénéité sociale des élites qui sont en charge des divers secteurs économiques. Dans leur majorité, les dirigeants des institutions financières ou des grands groupes industriels, tant publics que privés, proviennent des grands corps d'Etat auxquels ils doivent leur nomination et d'où ils tirent leur légitimité ²³⁹. De ce fait, l'Etat actionnaire s'éclipse devant l'Etat investisseur.

Ce schéma ne peut être transposé de manière identique dans le cas des firmes privées. Celles-ci étant théoriquement indépendantes pour le choix de leurs projets d'investissement.

Dans les faits, les moyens de pressions et donc de contrôle de l'Etat sur ces entreprises sont tout aussi importants. Le cloisonnement du secteur financier empêche ces entreprises de faire jouer pleinement la concurrence entre différents prêteurs. Même lorsque celle-ci existe, l'Etat étant actionnaire unique ou majoritaire des principaux établissements financiers, il est peu probable qu'il se déjuge en laissant une banque de dépôt accorder un crédit qui a été refusé ailleurs. Cet exemple illustre l'autonomie limitée du secteur bancaire. La concurrence entre banques n'est tolérée que lorsqu'elle porte sur des opérations telles que l'octroi de crédits d'exploitation aux clients, l'ouverture de guichets, ... des opérations qui ne remettent donc pas fondamentalement en cause les choix stratégiques de l'Etat actionnaire.

En dehors du secteur bancaire, l'Etat peut peser sur la politique d'investissement des entreprises du fait de son contrôle constant et total sur le crédit ²⁴⁰. Jusqu'en 1967 la puissance publique assure le financement de plus de la moitié des investissements par le biais du F.D.E.S. et divers autres organismes publics ou parapublics. Les correspondants du Trésor qui prennent le relais lors de l'initiation de la débudgétisation demeurent sous tutelle publique.

Enfin, l'encadrement du crédit et l'adoption d'une législation « appropriée » en matière d'activités financières et bancaires complètent le dispositif par lequel la puissance

²³⁹ Nous reviendrons sur ce point important lorsque nous traiterons des modalités de recrutement des dirigeants.

²⁴⁰ Comme le note à juste titre Parodi (1981), c'est sans doute dans le domaine financier que le rôle exercé par les pouvoirs publics s'est avéré le plus déterminant pendant les années d'après-guerre et bien au-delà.

publique intervient pour influencer voire même déterminer la nature des relations contractuelles entre les entreprises du secteur productif et les institutions financières. Ainsi en mettant en place une réglementation d'inspiration malthusienne au sein du secteur bancaire, (en imposant certains placements publics, en fixant les taux directeurs en matière d'escompte, ...), les autorités conduisent les banques à rester, pendant longtemps, structurellement dans « la banque ²⁴¹ ». Cette forte dépendance à l'égard de l'Institut d'Emission réduit de manière substantielle la marge de manœuvre des banques en matière de financement des entreprises.

De même, l'instauration de taux bonifiés, de subventions et de dégrèvements fiscaux conditionnels, constituent autant d'artifices grâce auxquels les autorités peuvent orienter, ou du moins peser, sur les choix des entreprises fussent-elles entièrement privées.

Par le biais de cet éventail de moyens, l'Etat impose un cadre réglementaire raffiné et précis dans lequel les entreprises doivent évoluer. Ce faisant, il prédétermine, dans une certaine mesure, leurs politiques de production et leurs politiques financières et sociales. En agissant sur l'environnement immédiat de la firme, l'Etat devient ainsi un acteur majeur et un *stakeholder* ²⁴² important dont l'entreprise doit tenir compte. Ainsi en répondant favorablement aux revendications syndicales, en matière salariale, dans les administrations et les entreprises publiques, l'Etat crée un effet d'entraînement, contribuant ainsi à généraliser « ces acquis » au secteur privé. Pendant une longue période qui s'étend jusqu'au milieu des années 1980, le partage de la valeur ajoutée au sein des firmes est plus avantageux pour le travail que pour le capital (Chassard Y., Ponthieux S., CERC 1991).

Cette pratique aboutit à une sous capitalisation des entreprises françaises. Ce phénomène de manque de fonds propres est alors accentué par le très faible développement du marché financier ²⁴³. Ces tendances structurelles engendrent une situation non moins structurelle, la forte dépendance des entreprises envers le crédit pour le financement de leur exploitation et leurs investissements. L'Etat qui tient ce levier (le crédit) entre ces mains dispose alors d'un atout capital pour contrôler les entreprises. La question qui se pose est alors de savoir si cette position d'Etat banquier, doublée du statut d'Etat actionnaire dans le cas des entreprises publiques ou des sociétés d'économie mixte, confère à la puissance publique tous les pouvoirs au sein de l'entreprise.

Dans le même ordre d'idées, on peut se demander si les objectifs des entreprises varient sensiblement en fonction des liens capitalistiques avec l'Etat. La réponse à ces interrogations nous amène à analyser les agissements et comportements de l'Etat actionnaire/créancier. Nous compléterons alors cette analyse par l'étude des incidences de l'actionnariat familial sur le mode de gouvernance de certaines firmes. Nous terminerons enfin par une mise en exergue du rôle attribué aux autres bailleurs de fonds

²⁴¹ Gueslin a., (1992), *L'état, l'économie et la société française au XIX – XXème siècle*, Hachette Supérieure, p. 157.

²⁴² Lorsqu'il n'a pas directement ou indirectement le statut d'actionnaire.

²⁴³ Celui-ci est dominé pendant plusieurs années par le marché obligataire dont l'accès est lui-même restreint au Trésor public et aux G.E.N.

dans les différents schémas de gouvernance.

b) L'Etat est-il un actionnaire comme les autres ?

Pendant près d'un demi-siècle l'Etat français demeure propriétaire ou actionnaire majoritaire de plusieurs grandes sociétés financières et industrielles. L'Etat se trouve également directement ou indirectement créancier des milliers d'autres entreprises. Ce double statut d'actionnaire/créancier confère à la puissance publique un pouvoir considérable au niveau des entreprises²⁴⁴. La puissance publique profite effectivement de sa position pour avoir un droit de regard, voire une certaine influence, sur le fonctionnement et la gestion de ces entreprises²⁴⁵. Toutefois, ses intérêts qui ne se résument pas aux intérêts financiers traditionnels des actionnaires minoritaires l'amènent à fixer d'autres objectifs, que la seule maximisation des profits, qui se situent dans son périmètre.

Dans un premier temps, les autorités imposent aux entreprises publiques de produire massivement pour dynamiser l'offre de biens et services sur le marché, sans grande considération des critères de rentabilité. Comme le relève le rapport Nora (1967), les nationalisations sont *« nées dans un climat de pénurie, où il importait plus de produire que d'être compétitif »*. Cependant, *« une conception de « service public » trop généralisée conduit à faire des entreprises publiques une enclave régie par des lois à part, leurs tarifs, leurs salaires, leurs crédits, leur capacité d'emploi deviennent des instruments directs au service de la puissance publique »*.

Théoriquement, les critères de compétitivité et de rentabilité financière constituent, à côté de la pérennité de la firme, des objectifs importants voire incontournables pour toute entreprise économique. Dans un contexte de concurrence²⁴⁶ où les prix des biens et services mais aussi le prix de l'argent et, dans une moindre mesure celui du travail, sont largement déterminés par la confrontation de l'offre et de la demande, ou du moins ne s'en écartent pas beaucoup, il est difficile pour une entreprise d'ignorer longtemps ces critères sans courir le risque de tomber en liquidation. En outre, la performance financière constitue une des principales exigences des actionnaires et un argument de poids dans la recherche de capitaux. Face à ces contraintes, l'Etat actionnaire développe deux attitudes qui lui permettent d'imposer son schéma de croissance à l'ensemble du circuit économique. Usant de ses nombreuses prérogatives de régulateur et de son poids d'acteur économique important, la puissance publique pèse lourdement sur l'environnement économique dans lequel évoluent les entreprises. Les subventions, les aides à l'exportation, l'importance accordée à certains grands chantiers [Airbus (1969), le nucléaire (1970), Ariane (1973), le TGV (1977), ...]²⁴⁷ contribuent à une réduction

²⁴⁴ Celui-ci devient encore d'autant plus important que l'Etat peut également tirer avantage de sa qualité de régulateur du cadre macro-économique comme nous l'avons souligné dans le point précédent.

²⁴⁵ Ici le terme de gestion s'entend dans son sens le plus large car, la gestion comptable et quotidienne n'est pas le premier souci qui guide l'intervention étatique.

²⁴⁶ Sans que celle-ci soit nécessairement pure et parfaite.

substantielle des pressions concurrentielles auxquelles les firmes pouvaient être soumises.

Les contraintes externes sont d'autant plus réduites que le rôle du marché de contrôle des entreprises et celui du marché de travail des dirigeants demeure marginal pendant toute cette période ²⁴⁸.

Une fois les contours du cadre macro économique établis, les pouvoirs publics vont adopter un comportement atypique. L'Etat actionnaire donne la priorité absolue aux objectifs industriels et sociaux au détriment de ses droits financiers et patrimoniaux. Au nom d'impératifs politico-stratégiques, l'Etat entrepreneur s'engage, et avec lui les entreprises, dans une politique volontariste caractérisée notamment par :

- un encouragement à la constitution de grands ensembles industriels tant publics que privés. L'esprit qui préside à cette création étant la constitution de « champions nationaux » seuls capables de rivaliser avec les multinationales ou les groupes étrangers. La constitution par étapes de Rhône –Poulenc est un exemple qui illustre cette politique des champions nationaux à travers laquelle l'Etat affirme son pouvoir industriel ²⁴⁹ ;
- pour consolider leurs actions, les autorités adoptent une attitude très indulgente, voire complice, envers les comportements et les positions monopolistes de certains groupes industriels. Jacques Houssiaux (1970) note à cet égard que la France est le seul pays où l'Etat contribue à favoriser les fusions et à intervenir directement sur leur avenir ;
- enfin, l'Etat complète son colbertisme par la protection du marché intérieur. En effet, malgré les accords du GATT et le traité de Rome, la liberté des échanges est sélective. Tant dans les secteurs de pointe (ou secteurs dits sensibles car liés à la défense), dans les branches en difficulté que dans les marchés publics, la concurrence étrangère est limitée voire même interdite.

Cette stratégie des pouvoirs publics favorise le développement de quelques grandes entreprises à raison d'un ou deux groupes (en moyenne) par secteur d'activité. Progressivement, cette mutation entraîne un début d'évolution dans la position des entreprises. Dans sa charte de 1965, le C.N.P.F réclame pour la première fois la réhabilitation du profit. Ces restructurations engendrent même une contradiction (B Bellon, 1980). En effet, les groupes ainsi créés se sentant assez puissants, demandent la pleine liberté d'action et la suppression des interventions publiques. Cette manifestation d'autonomie est toutefois loin de constituer un affranchissement total des chefs des grandes entreprises de la tutelle publique. Du point de vue de la détermination des objectifs des grands groupes industriels, on peut relever quelques aspects concernant l'action et l'influence publiques.

²⁴⁷ Avec une prééminence de l'aboutissement des projets sur leurs coûts.

²⁴⁸ Eu égard au faible développement du marché financier hexagonal. Celui-ci était essentiellement obligataire, et l'appel public à l'épargne une pratique peu répandue.

²⁴⁹ Bauer M., Cohen E., seuil, Paris, p.108

- L'Etat actionnaire qui dispose des principaux leviers économiques (propriété du capital, contrôle quasi-total des institutions financières, les politiques budgétaire et fiscale, les mécanismes discrétionnaires d'aides et d'exonération, ...) pour contraindre ces grands groupes, réussit à faire adopter aux dirigeants de ces derniers un ensemble de choix économiques qui relèguent au second plan l'objectif du profit. A titre d'exemple, l'octroi par Renault d'une quatrième semaine de congés payés à partir de 1963, oblige les autres sociétés, tant publiques que privées²⁵⁰, à faire autant sous peine de subir des conflits sociaux. A travers ce type d'initiatives, les entreprises publiques contribuent à des avancées sociales considérables, en montant la voie à suivre, sans que les pouvoirs publics aient besoin d'imposer une législation *ex ante*. Le législateur ne fait qu'entériner ces décisions qui tombent alors définitivement dans le domaine des acquis sociaux. Dans le contexte des trente glorieuses, le progrès social est perçu comme la retombée naturelle du progrès économique, mais aussi comme une de ces causes. Promu par l'Etat, celui-ci devient alors une exigence pour une grande partie des citoyens (Gueslin, 1982). L'Etat providence se voit alors par conséquent obligé d'intervenir au sein des entreprises pour sauvegarder le pouvoir d'achat des salariés et surtout protéger le travail. Ainsi, en matière de politique de revenus, même si les pouvoirs publics garantissent depuis 1950 la liberté des négociations salariales entre partenaires sociaux, elles sont toujours au centre des accords conclus. De façon générale, face aux pressions syndicales les pouvoirs publics tranchent toujours en faveur d'une augmentation du pouvoir d'achat des salariés. Dans le souci de maintenir un minimum du revenu du capital, l'Etat compense ces hausses en renflouant la trésorerie des firmes par divers mécanismes d'aides et subventions ou de crédits à taux bonifiés. L'inflation constitue alors la solution par laquelle les pouvoirs publics résolvent la contradiction²⁵¹ entre la nécessaire augmentation du pouvoir d'achat des salaires au nom du progrès social et le maintien d'une certaine compétitivité des entreprises que la non-maîtrise des coûts salariaux risque de compromettre.

- A nouveau, lorsque l'inflation vient rogner le pouvoir d'achat des salariés du fait du retard des salaires sur les prix, les autorités instaurent des mécanismes d'indexation au sein de la fonction publique. Sous la pression syndicale, et avec l'accord tacite de l'Etat, les entreprises sont amenées à adopter le même dispositif, avant que celui-ci soit abandonné dans les années de crise.

- Enfin, les pouvoirs publics prennent d'autres décisions beaucoup plus spectaculaires qui affectent directement l'ensemble des firmes. Il s'agit de la création en 1950, du SMIG, redevenu SMIC en 1970. Ce salaire minimum destiné à protéger les salariés, en leur garantissant un certain pouvoir d'achat, devient une norme qui limite, dans une certaine mesure, la flexibilité de la politique salariale des firmes.

Ces exemples montrent incontestablement que l'Etat ne se comporte pas comme un actionnaire individuel ou institutionnel ordinaire cherchant à faire fructifier son capital. En revanche, il se sert du pouvoir que lui confère son double statut d'actionnaire et de régulateur pour contraindre les sociétés à des stratégies dont les finalités sont plus

²⁵⁰ Même si au demeurant l'initiative est toujours prise par les entreprises publiques.

²⁵¹ Gueslin A., (1992), *L'Etat, l'économie et la société française : XIX, XX siècles*, Hachette Supérieur, p.173

d'ordre socioéconomiques que financières. Ces pratiques ne signifient pas l'absence de toute autonomie des entreprises nationalisées ou une subordination systématique des sociétés privées aux injonctions publiques²⁵². Toutefois, de part ses multiples fonctions (Etat banquier, Etat entrepreneur, ...) et attributs (Etat régulateur), l'Etat dispose de beaucoup de leviers lui permettant d'influencer la gouvernance des grandes entreprises. Ces interventions sont cependant souvent indirectes, et moins formelles²⁵³.

D'un point de vue théorique, on remarque que l'Etat est un *stakeholder* qui cumule l'essentiel des attributs, à savoir le pouvoir, la légitimité et même l'urgence. L'Etat tire d'abord sa légitimité et son pouvoir sur les entreprises de son rôle d'actionnaire. Conformément à la théorie de la dépendance des ressources, le pouvoir de l'Etat sur les sociétés qui sont financées en grande partie en grande partie par des fonds publics est théoriquement élevé. Même en dehors du secteur public et semi-public, l'Etat peut utiliser son influence (Savage, 1991) et l'importance de son support (Bowie, 1988 et Hill et Jones, 1992) pour peser sur les choix des firmes privées. Toutes les entreprises dont les commandes publiques constituent une large part de leurs activités doivent intégrer le pouvoir du *stakeholder* Etat.

Enfin, ce dernier peut légitimer ses interventions au nom de l'intérêt supérieur du pays ou sous couvert de la protection des consommateurs. En cumulant légitimité et pouvoir, l'Etat est de fait un *stakeholder* dominant. Celui-ci peut mobiliser l'arsenal d'outils juridiques et fiscaux pour amener les entreprises à accorder une attention immédiate à certaines de ses doléances (Mitchel, Agle et Wood, 1997) qui passent ainsi pour des situations urgentes. Pour important qu'il soit, l'agent Etat, pratique rarement l'interventionnisme direct, y compris au sein d'entreprises dont il est actionnaire. Cette attitude ainsi que l'absence de pressions sur les performances financières des entreprises semblent indiquer que les dirigeants sont *a priori* autonomes. L'absence de conflits majeurs entre ces derniers et leurs actionnaires aussi bien publics que privés semblerait plutôt traduire l'effet d'une certaine homogénéisation du comportement des managers français, elle-même conditionnée par leur mode de recrutement.

2) Mode de recrutement des dirigeants

Dans l'économie mixte française, les sphères politiques et industrielles entretiennent des rapports étroits au niveau de leurs dirigeants. Cette liaison crée une cohésion qui devient un facteur non négligeable de la stabilité au sein des entreprises. D'une part les dirigeants d'entreprises qui doivent souvent leur nomination à leurs parcours au sein de l'appareil de l'Etat préfèrent prendre en compte les intérêts de ce dernier pour garantir leur stabilité en l'absence d'une autre véritable source de légitimité. D'autre part, ces entreprises profitent du passé de hauts fonctionnaires de leurs dirigeants. Leur connaissance des rouages de

²⁵² L'autonomie de gestion accordée en 1970 à EDF, les multiples initiatives prises par les dirigeants des entreprises nationalisées dans des opérations de restructuration, militent contre cette hypothèse.

²⁵³ Ces méthodes permettent aux socialistes de réfuter les accusations d'étatisation qu'on leur fait en mettant en avant le poids moins pesant, voire minoritaire de l'Etat au sein conseils d'administration des sociétés nationalisées. En revanche, ils insistent moins sur le contrôle financier qui constitue, selon Galambert (1982), la véritable clef de voûte du pouvoir au sein des firmes.

l'administration et les réseaux relationnels (ou de clientèle) que ceux-ci auraient pu constituer sont alors exploités pour faire du lobbying auprès des décideurs économiques. Ainsi, Bauer M et Cohen E (1981) expliquent ce recours à l'extérieur, en particulier le recours systématique à de hauts fonctionnaires de l'administration publique pour diriger des groupes industriels privés, par la recherche de compétences et qualités qui ne peuvent se manifester dans le groupe lui-même. Celles-ci concernent le contrôle de la ressource étatique notamment, ce que les auteurs appellent, les savoirs-pouvoirs de la négociation, de l'élaboration de projets stratégiques et de leur imposition. S'ils ne contestent pas systématiquement et ouvertement les orientations économiques des gouvernements et supportent pas même certains effets de leurs politiques économiques²⁵⁴, les dirigeants de ces groupes privés déploient tous les moyens dont ils disposent pour attirer la plus grande partie des fonds publics et les décisions stratégiques au profit de leurs entités ou à leur propre profit. Ainsi, le rapport Hanoun (1979) met en évidence que cinq groupes privés (C.G.E Alstom, Thomson, CII- HB, Dassault, Empain Schneider) reçoivent près de 50% des aides publiques à l'industrie²⁵⁵. Ce rapport relève aussi que les aides de l'Etat sont devenues la condition *sine qua non* de l'équilibre structurel de certaines firmes. Protégées de l'intérieur par l'Etat acheteur public et subventionnées à l'exportation par des organismes publics, ces firmes voient leur innovation et par voie de conséquence leur avenir assuré par l'Etat, financier de la recherche. Cette situation qu'on peut qualifier de collusion entre l'Etat et les grandes entreprises s'explique en partie par le profil des managers et leur mode de désignation. Comme le montre le tableau suivant, qui retrace l'origine des dirigeants des entreprises du CAC 40, sur les deux dernières décennies, la fonction publique constitue la principale origine des managers français.

Tableau n°2 : Origine socioprofessionnelle des dirigeants des sociétés du CAC 40

	1981	1986	1991	1996	1997
Famille propriétaire	43	45	23	26	20
Grands corps d'Etat	32	26	38	39	44
Etat non grands corps	5	8	11	11	11
Entreprise	20	21	28	24	25
Total	100	100	100	100	100
Source :Bauer M., Bertin-Mouroit B., (1997) ²⁵⁶					

Jusqu'en 1997, le recrutement des managers des entreprises du CAC 40 est dominé

²⁵⁴ Tout l'important volet social, notamment la politique de l'emploi.

²⁵⁵ Pour ne pas soulever de critiques ou autres plaintes ou polémiques, ces aides sont alors ventilées sous diverses formes : marchés d'étude, aide à la recherche-développement, aide à l'exportation ou encore aide au développement régional et aide sectorielle.

²⁵⁶ « Administrateurs et dirigeants du CAC 40 : des logiques d'autocontrôle au cœur du gouvernement d'entreprise », p.84.

par la fonction publique qui fournit 55 % des effectifs contre seulement 5 % au Royaume-Uni. Le déclin du contrôle familial, à la faveur des restructurations (Fusions-absorptions, ouverture du capital, ...) des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix s'est même accompagné d'un renforcement de cette tendance.

Dans ce mouvement de fond, on constate une nette prépondérance des grands corps de l'Etat en tant que principaux pourvoyeurs de dirigeants aux entreprises. Parmi les facteurs à l'origine de cette situation, deux éléments nous semblent déterminants :

D'une part, l'attrait des diplômes a favorisé le recours aux diplômés des grandes écoles dont le parcours est souvent ponctué par un passage, plus ou moins long, dans les hautes sphères de l'Etat (cabinets ministériels, trésor public, ...). Cette pratique se traduit par une marginalisation de la promotion interne et de la sélection des dirigeants sur la base de compétences industrielles de manière générale. Les entreprises ne fournissent ainsi en moyenne qu'un cinquième à un quart des managers. D'autre part, la fusion entre la classe politique, la haute administration et les dirigeants d'entreprises a favorisé l'émergence d'une étroite oligarchie, où la logique des statuts et des appartenances politiques a primé sur la compétence professionnelle, où le cumul des mandats d'administrateurs a servi de contrepoids à celui des fonctions électives²⁵⁷.

Cette mainmise de l'élite administrative sur la direction des entreprises (A Beitone, M Parodi, B Simler, 1994, p.378) a permis d'avoir une stabilité et une cohérence du modèle de gouvernance français dans le cadre d'une économie relativement fermée obéissant à une régulation keynésienne. Partant de l'idée largement partagée, de la puissance économique au service de la « grandeur nationale », les hauts fonctionnaires exécutent fidèlement les desseins de l'Etat de constitution de grands groupes. Pour assurer leur essor, ces entités ne sont soumises qu'à une concurrence modérée. Parallèlement, la consommation, considérée comme un moteur important de la croissance, offre des débouchés à ces groupes qui acquièrent une certaine autonomie par rapport au marché²⁵⁸. De même, l'homogénéité de l'élite et son adhésion aux mêmes idéaux a facilité l'établissement d'un langage commun entre financiers et industriels contribuant ainsi à une meilleure circulation de l'information.

La jonction de ces différents facteurs (domination d'une élite homogène, forte implication de l'Etat, importance du volet social, ...) détermine un cercle vertueux et cohérent (Frydman R., 1992, p.26). L'importance accordée pendant longtemps au volet social, avec notamment l'indexation des salaires sur les prix et le partage de la valeur ajoutée défavorable aux entreprises²⁵⁹ (Insee, 1997, Parodi, 1981, p130) renforce la consommation qui devient un des plus importants moteurs de la croissance. A la vigueur de la consommation, s'ajoutent les effets de la politique volontariste de l'Etat-entrepreneur. Les marchés publics constituent un important débouché pour les entreprises françaises. Ainsi, la boucle est bouclée, la faible rémunération du capital est

²⁵⁷ Baverez N., (1998), « Etrange capitalisme à la française », *Sociétal* n°17, p.31, (29-34)

²⁵⁸ Frydman R., (1992), *L'économie française : croissance et crise*, Editions de l'espace européen, p.26 (143p)

²⁵⁹ L'inflexion n'intervient qu'en 1983 avec la suppression de cette indexation des salaires sur l'évolution des prix.

compensée par les nombreuses facilités de financement accordées aux entreprises à travers les fonds publics principalement.

Efficace dans le cadre d'une économie fermée obéissant à une régulation keynésienne, ce schéma trouve ses limites dès qu'on passe à une économie ouverte, où la concurrence est plus vive et la communication financière plus importante. Ainsi, pour s'adapter à la vague de déréglementation et de privatisation des années quatre-vingts, les autorités économiques françaises accompagnent le processus de privatisation par la mise en place d'un système de participations croisées sophistiquées pour se protéger du marché des prises de contrôle.

II) Le système des noyaux durs ou la prolongation du capitalisme circulaire

1) Les relations structurantes avant les premières privatisations

A la veille du lancement de la première vague de privatisations en 1986, le tissu économique français est structuré autour de divers groupes industriels et financiers. Par le biais de l'échange de participations, ces derniers se regroupent à leur tour pour former des pôles d'influence.

Le groupe, désigne l'ensemble formé par une société mère (appelée généralement holding du groupe) et les sociétés filiales placées sous son contrôle (Morin, 1974). Cette forme qui permet de fusionner des capitaux autonomes induit une unification du processus de valorisation. La société mère ou le holding qui détient le contrôle et le monopole sur les décisions stratégiques dispose ainsi d'un pouvoir discrétionnaire considérable. La péréquation des pertes et profits de l'ensemble des filiales et sous filiales du groupe au sein d'un seul et unique périmètre peut servir de moyen efficace pour les dirigeants afin de :

- couvrir d'éventuelles erreurs de gestion commises au niveau central ou au niveau à un niveau intermédiaire ;
- se servir du manque de visibilité de certaines activités pour accroître les prélèvements ou les investissements qui renforcent leur enracinement ;
- de garder le contrôle du groupe dans son intégralité en dépit d'un manque évident de capitaux.

Dans cette perspective, divers modes de filiation sont adoptés. Certaines sociétés mères conservent une activité industrielle avec des effectifs atteignant 60 % du total des effectifs du groupe. Ce schéma est adopté surtout par la plupart des groupes nationalisés et les têtes de pont des groupes étrangers. Dans ce cas, les filiales ont une simple activité d'accompagnement.

A l'inverse, de plus en plus de groupes généralisent la structure de holdings financiers, avec des sociétés têtes de files dominant à leur tour des sous-groupes. D'autres groupes enfin multiplient la filialisation. Cette technique de l'ingénierie financière permet, grâce à une superposition d'une cascade de filiales et sous filiales, de pallier le manque de capitaux tant pour la croissance du groupe que pour son contrôle. La création

de filiales ou de sous filiales communes, détenues majoritairement, avec d'autres partenaires est un moyen d'investir dans des secteurs complémentaires ou nouveaux sans prendre des risques élevés qui engagent toute la structure du groupe. Mais, le plus important est le contrôle capitaliste sans frais du groupe en entier par le biais d'une cascade de holdings ou sous holdings purs. Ces « sociétés » se superposent entre les centres ayant une activité industrielle ou commerciale. Chaque filiale ou unité industrielle est détenue majoritairement (ou principalement) par un holding intermédiaire. Cette dernière est à son tour majoritairement détenue par un autre holding et la structure s'étend ainsi jusqu'au sommet où l'on retrouve la société mère. Celle-ci n'est alors qu'une entité juridique servant d'organe de contrôle et de décision pour l'ensemble du groupe.

Ainsi, si l'on considère le degré de filiation, défini comme le nombre moyen d'intervalles qui séparent une société mère de toutes ses filiales avec (espace égal à 1 pour les filiales, 2 pour les sous-filiales, ...), et le taux moyen consolidé de détention de capital des filiales, on constate de nettes différences. Tandis que les groupes étatiques EDF-GDF, Renault et CDF (Charbonnages de France) présentent des degrés de filiation peu élevés, avec respectivement 1.03, 1.5 et 1.85, et des participations réelles de l'ordre de 47.47, 62.68 et 54.69%, le groupe privé PUK (Péchiney Ugine Kuhlmann) dispose d'un degré de filiation plus élevé, soit 2.05, et une participation en capital qui n'est que 50.92 %.

Le contraste est encore plus frappant avec les groupes financiers Suez, Paribas, Empain-Schneider et Rotschild. Ces derniers se caractérisent par un haut degré de filiation, avec respectivement 2.64, 3.11, 3.32, 3.32, à comparer à une faible participation dans le capital de leurs filiales et sous filiales avec des taux de 37.71, 32.42, 22.67, 14.89 %²⁶⁰. Ces indications montrent que les groupes privés présentent des degrés de filiation plus élevés et des niveaux de participation en capital nettement inférieurs. Ces tendances s'accroissent même dans le cas de groupes à dominantes financières. Pour comprendre cette logique de la propriété institutionnelle, nous nous proposons d'analyser le cas de deux banques d'affaires, Paribas et Suez. Ces deux groupes ont joué à côté de l'Etat un rôle central dans l'évolution du capitalisme français.

a) Le groupe Paribas

Depuis la nationalisation des banques de dépôt et la segmentation des activités bancaires, ce groupe financier privé se retrouve au centre d'un vaste réseau d'alliance. Celui-ci comprend aussi bien des institutions financières que des sociétés industrielles et commerciales. Selon B Bellon, Paribas développe deux types de subordination et des relations d'égalité.

Dans le premier cas, Paribas exerce un contrôle sur ses différentes filiales et sous-filiales. Le holding du groupe, la compagnie financière de Paris et des Pays-Bas s'arroge le monopole des décisions stratégiques. Pour des opérations moins importantes, le contrôle est confié à des responsables de filiales, ou de holding créés pour la circonstance. Cette délégation du pouvoir financier conduit à une multiplication des structures intermédiaires²⁶¹. Dans ces relations, avec ou sans détention majoritaire du

²⁶⁰ Données reprises de Bauer et Cohen (1981) et de Goldstein (1996)

capital, Paribas laisse une large autonomie de gestion. La banque ne dispose pas de la totalité du pouvoir dans les groupes dont elle est actionnaire. Néanmoins, ses participations lui confèrent une place importante. Outre des places au conseil d'administration, la banque est chef de file pour toutes les opérations de financement (augmentation de capital, emprunt obligataire, ...) de ces groupes. Cette position d'actionnaire de référence lui permet d'intervenir directement dans le groupe lorsque celui-ci connaît des difficultés.

Celui-ci perd alors son autonomie puisque, cette intervention de l'actionnaire peut s'accompagner du remplacement des dirigeants et de la réorientation de la stratégie ²⁶². Ces interventions de la banque d'affaire sont parfois menées avec l'aide de partenaires financiers. Ainsi, grâce à l'appui de la banque Worms et l'assureur UAP, Paribas parvient avec seulement 4,25 % du capital, à changer la direction de Hachette, jusque là assurée par une famille, et réoriente l'ensemble de sa stratégie. Cette opération est précédée par d'autres interventions similaires (1968) au cours desquelles Paribas renouvelle tout l'état major de Poliet et Chausson sans concertation préalable avec les autres actionnaires plus minoritaires comme Suez ou le groupe Rivaud.

En dehors de ces relations de subordination, Paribas détient de nombreuses participations de faible importance (inférieures à 5% du capital) dans des groupes indépendants. Celles-ci sont, dans la plupart des cas, des participations croisées. Elles s'accompagnent souvent d'un échange d'administrateurs. Ainsi, les dirigeants de Paribas siègent dans les conseils d'administration de Rhône-Poulenc, de la Compagnie Française de Pétrole, de la Générale des Eaux, ... De même, le conseil d'administration de Paribas accueille tous les P.D.G de ces groupes.

Ces participations croisées, aboutissent à des alliances qui n'ont le plus souvent aucune portée industrielle. En revanche, elles contribuent à la constitution d'un pôle, ou d'une galaxie d'entreprises, autour d'une grande banque ou d'un groupe financier. Les échanges d'administrateurs à l'intérieur de ces pôles constituent un mécanisme de consolidation du pouvoir des dirigeants en place ²⁶³. Ils servent également de mécanismes de protection mutuels pour les dirigeants contre d'éventuels raids. L'opposition de Suez à l'O.P.A de BSN sur Saint Gobain est un exemple qui illustre bien cette stratégie.

b) Le groupe Suez

A l'instar de son groupe rival Paribas, Le groupe Suez détient de nombreuses participations et un large réseau de filiales. Mais, Suez contrôle de manière plus serrée

²⁶¹ Qui, comme nous l'avons signalé, permettent également de réduire les investissements capitalistiques nécessaires aux prises de contrôle ou à son maintien.

²⁶² D'ailleurs Paribas a acquis la réputation de spécialiste des prises de contrôle de firmes éprouvant des difficultés. Ces firmes sont alors cédées, permettant à la banque d'engranger des plus values souvent très importantes.

²⁶³ Puisque les conseils d'administrations ne sont en réalité que des chambres d'enregistrement où sont entérinées les choix des P.D.G et de ses plus proches conseillers et collaborateurs (Baverez N., 1997).

que Paribas son patrimoine financier. Le taux de détention moyen de capital des activités bancaires et financières atteint 60,4 % chez Suez contre 54,6 % pour Paribas. L'écart est encore plus significatif dans le secteur de l'assurance avec respectivement des taux de détention de 61,2 % et 46,8 % pour les deux banques d'affaires. De même, le taux de détention moyen des principales filiales atteint 51,3 % chez Suez tandis qu'il n'est que de 36,3 % chez Paribas. Hormis les activités industrielles et commerciales où Paribas est plus fortement investie (51,5 % du capital contre 42,9 % pour Suez)²⁶⁴, les participations de Suez semblent être plus importantes que celles de Paribas. Cette différence s'expliquerait par deux facteurs. D'une part, la structure de Suez est plus centralisée, d'autre part, cette montée en puissance dans le capital des sociétés qui lui sont affiliées permet à ce groupe d'exercer en permanence un réel pouvoir au lieu de se contenter d'une simple influence. Cela s'illustre à l'occasion de la constitution du groupe SGPM (Saint-Gobain Pont à Mousson). D'abord Suez se range du côté de Saint Gobain pour contrer l'O.P.A de BSN. Après ce « sauvetage », Suez oblige Saint Gobain et Pont à Mousson à fusionner. Cette fusion s'opère alors de manière originale.

Dans une première étape, les deux sociétés (SG et PM) apportent des éléments de leur portefeuille (une partie de leurs propres titres) à la compagnie financière, qui en échange leur fournit des titres Suez. Cet échange s'effectue sur une base qui surévalue les titres de la banque d'affaire par rapport à sa valeur boursière réelle²⁶⁵ et à l'inverse sous évalue les titres SG et PM. Dans une deuxième étape la fusion effective intervient entre SG, PM et une filiale de la compagnie financière, Finances et Investissements, créée pour la circonstance. Enfin, au cours de la troisième étape Suez rend les titres reçus au départ de l'opération et reçoit en contrepartie des titres du nouveau groupe SGPM, dont elle devient le principal actionnaire avec 20 % du capital. Outre sa position dans le nouveau groupe, Suez engrange de substantiels profits dans le montage financier qui a accompagné cette fusion²⁶⁶.

A l'inverse, la cession de titres Suez au groupe américain *INA corporation*, par SGPM lui occasionne une moins-value estimée à près de quatre vingt dix millions de francs. Ces faits peuvent *a priori* laisser croire que ces deux banques d'affaires, Paribas et Suez, disposaient en tant qu'actionnaires d'un pouvoir discrétionnaire sur les entreprises du secteur commercial et industriel.

Par extension, on pourrait conclure à une domination du capital financier sur le capital industriel. Au-delà du débat théorique sur les liens entre structure du capital et contrôle des entreprises, l'examen approfondi de la nature des relations qui accompagnent ces échanges de participations nous amène à émettre les hypothèses suivantes :

Devant un manque structurel de fonds propres, les grandes entreprises et les groupes françaisLes petites entreprises étant déjà majoritairement détenues par leur 1.

²⁶⁴ Cf Bellon (1980) et Eck (1994)

²⁶⁵ Cela sera confirmé par Caplain, le Président de Suez à l'époque des faits, dans son interview à *Entreprise* du 11 octobre 1974.

²⁶⁶ Ce qui provoque une plainte d'actionnaires minoritaires de SG et de PM.

propriétaire (propriété familiale) dans la plupart des cas. , tout secteur économique confondu, adoptent le statut de holding, ou des structures similaires et recourent aux participations croisées. Ces mécanismes leur permettent de financer leur croissance, surtout par un recours privilégié au crédit, à l'abri des raids hostiles, assurant ainsi leur indépendance, assimilée souvent à la stabilité de leurs équipes dirigeantes. De ce point de vue, les compagnies financières Paribas et Suez ne constituent en rien une originalité dans le paysage économique français.

Cette recherche systématique de mécanismes anti-O.P.A qui répond à des 2. préoccupations évidentes des dirigeants, peut a priori donner l'image d'un pouvoir absolu des actionnaires au sein des firmes françaises. La procédure de fusion entre Saint Gobain et Pont à Mousson serait ainsi la traduction concrète du pouvoir discrétionnaire de l'actionnaire principal Suez. Or, on sait également qu'à l'issue de cette restructuration, le nouveau groupe ainsi constitué, en l'occurrence SGPM, devient lui aussi le premier actionnaire. Cette situation de participations croisées donne aux dirigeants de SGPM la possibilité de déstabiliser eux aussi le management de Suez En particulier en activant leur vaste réseau d'alliance., en réponse à toute manœuvre hostile de leur actionnaire principal.

L'échange d'administrateurs, laisse penser que par cette alliance, Suez cherche 3. d'abord à mettre en place un système d'autocontrôle même si cette opération lui permet également de consolider sa sphère d'influence par rapport à ses concurrents nationaux (Paribas) et internationaux. En outre, la dépendance du groupe industriel envers son premier actionnaire est relative dans la mesure où c'est une banque nationalisée (la B.N.P) qui est de loin le premier prêteur de SGPM. Enfin, la dimension de SGPM, son poids dans le tissu industriel français et ses capacités d'influence sur les choix publics, confèrent à ses dirigeants un certain pouvoir qui les met relativement à l'abri des sanctions de leurs actionnaires. Cette indépendance du système dirigeants se manifeste enfin par la totale liberté dont disposent les dirigeants dans les choix industriels.

Au lieu d'un pouvoir discrétionnaire, on peut plutôt parler d'un pouvoir prédateur des 4. actionnaires majoritaires. A titre d'exemple, les deux compagnies financières, Paribas et Suez, profitent de leur position de partenaires privilégiés des sociétés de leurs pôles respectifs pour asseoir leur monopole sur les opérations de financement, telles que les opérations d'ingénierie financière.

Enfin, cette non-subordination du secteur industriel par rapport au capital financier, et 5. cette autonomie des équipes dirigeantes nous conduit à assimiler le comportement des actionnaires à celui des créanciers dans un contrat de dette Un peu à la Aghion et Bolton (1992) où un contrôle contingent à une réalisation de l'état de la nature peut dominer toute autre allocation unilatérale, un contrôle total et ex ante de l'investisseur ou de l'entrepreneur conduisant à des situations sous optimales pour l'un ou l'autre des contractants. . Tant que l'entreprise accroît son chiffre d'affaires et son bénéfice, les actionnaires restent passifs, se contentant de leurs dividendes. Mais, lorsqu'une firme enregistre durablement des pertes et que ses difficultés de financement deviennent récurrentes, alors l'actionnaire intervient en changeant parfois l'équipe

dirigeantell faut cependant préciser que le traitement n'est pas le même, selon la taille des entreprises, l'origine et les liens des managers, Cette position qui est celle adoptée par l'Etat actionnaire, mais aussi Paribas dans une certaine mesure, peut être qualifiée selon nous de gouvernance passive. En effet, si un contrôle sur les dirigeants existe, en revanche, les normes de rentabilité sont rarement exigées. Cela dénote en réalité un grand rôle des grandes firmes dans l'orientation de la politique socio-économique à l'échelle de tout le pays.

c) Les grandes entreprises, un extraordinaire pôle d'influence

Si au départ, la constitution de « champions mondiaux » dans divers secteurs économiques procédait d'une volonté politique visant, entre autres, à garantir à la France son rôle de puissance, le rôle de ces entités est loin d'être passif. D'un point de vue macro-économique, la prééminence du système de retraite par répartition contribue à l'absence de pressions sur la rentabilité des entreprises françaises. Le financement externe se réduisant au crédit largement administré²⁶⁷, la pression sur le rendement des fonds investis ne s'est jamais posée comme contrainte majeure pour les firmes françaises. En outre, la législation immobilière relativement favorable aux locataires limite le placement dans la pierre et facilite le drainage de l'épargne vers les circuits traditionnels, ce qui, directement ou indirectement, facilite la mobilisation de ces ressources au profit des entreprises.

De même, dans un contexte de début de récession mondial vers la seconde moitié des années soixante-dix, les nationalisations, au-delà de leur aspect idéologique, peuvent paradoxalement paraître comme une opération de « sauvetage » préventive pour beaucoup de grandes entreprises. Très endettées, plusieurs de ces firmes n'auraient pas pu faire face à l'effondrement de la demande d'autant plus que les licenciements et les restructurations à grande échelle sont encore des pratiques rares dans le paysage socio-économique français de l'époque²⁶⁸. Enfin, la vague de déréglementations entreprise, avec notamment la fin de l'indexation des salaires sur les prix, la réforme financière et la neutralisation de l'action syndicale, donne le coup d'envoi de la priorité donnée à l'équilibre de la balance commerciale et à travers, cet objectif, au renforcement de la compétitivité des firmes exportatrices. Sur le plan microéconomique, les grandes entreprises réussissent également à capter une large partie de l'effort public de l'éducation grâce à la mise en place de la formation par alternance et en profitant des retombées de la recherche d'organismes tels le CNRS ou de mécanisme de financement tels que LANVAR.

Enfin, si le processus de privatisation visait officiellement à favoriser l'émergence d'un capitalisme populaire à l'anglo-saxonne (Goyer, 1996) avec notamment les nombreux avantages et incitations offerts aux salariés²⁶⁹, ses modalités ne constituent pas moins

²⁶⁷ Pour Hall (1996), le crédit est l'élément le plus important dans l'arsenal du contrôle étatique

²⁶⁸ Pour B Hancké (1997), les nationalisations visaient surtout à protéger l'industrie française.

²⁶⁹ Auxquels on réserve 10 % des actions de leur société ainsi qu'un rabais par rapport aux prix de vente.

une forme de protection offerte aux groupes même si, au demeurant, la libéralisation des marchés de capitaux réoriente le crédit vers projets plus rentables (Schmidt, 1996). Ainsi, la désignation des actionnaires de contrôle²⁷⁰ de manière discrétionnaire par l'Etat et la classe dirigeante des entreprises mises sur le marché est un moyen de protéger ces grands groupes de raids hostiles et leurs managers des sanctions du marché. Selon B. Hancké (1997), ces évolutions traduisent le pouvoir des grandes entreprises de sorte qu'on assiste au passage d'un capitalisme étatique à un capitalisme dominé par les grands groupes. Cette situation paradoxale qui voit cet acteur dominant qu'est l'Etat agir au profit de cette catégorie d'agents n'est-elle pas cependant le résultat d'une collusion implicite dont le but est de faciliter la transition vers l'économie de marché ? Le degré de pérennisation du système des noyaux durs et, de manière plus générale, l'évolution des participations croisées constituent des indicateurs précieux à cet égard. Ces derniers ayant constitué jusqu'à ces dernières années une caractéristique importante du paysage économique français.

2) Autocontrôle, participations croisées et noyaux durs

En l'absence d'une majorité effective de capital, plusieurs montages financiers permettent à des investisseurs non majoritaires de conserver le contrôle d'une firme. Ces formes de contrôle variées comprennent la structure du holding, le contrôle par un actionnariat de référence, et le contrôle par un noyau dur et par échange de participations. L'actionnariat de référence se retrouve dans des entreprises, filiales d'un grand groupe industriel ou dans des sociétés familiales qui ont connu une forte croissance²⁷¹.

Pour garder le contrôle, les fondateurs utilisent souvent le mécanisme des droits de vote préférentiels. Ainsi, même si leur part de capital est souvent inférieure à 50 %, ces actionnaires de référence parviennent à conserver le contrôle de « leurs » entreprises grâce aux droits de vote rattachés à leurs titres et à la limitation des droits de vote d'autres actionnaires²⁷². Cette pratique est plus facile à mettre en œuvre lorsque les actionnaires de référence disposent d'une participation au moins supérieure au tiers du capital de la société à contrôler, ce qui correspond à la minorité de blocage. Or dans le cas des grandes entreprises, cette quote-part nécessite la mobilisation de capitaux importants. En outre, la croissance organique et surtout externe de ces firmes rend inévitable la dilution des actionnaires de référence. Engagées dès le milieu des années quatre-vingt, dans un profond mouvement de restructuration et d'internationalisation, les grandes entreprises françaises verrouillent au préalable leur capital. Pour ce faire elles étendent et sophistiquent leurs participations croisées²⁷³. Les sociétés nouvellement privatisées sont dotées d'un noyau dur, un dispositif qui vient renforcer la protection

²⁷⁰ Qui ne sont pas forcément majoritaires en capital

²⁷¹ Le secteur de la grande distribution offre un bon exemple à cet égard. Des sociétés cotées de taille mondiale telles que Carrefour ou Casino ont toujours des familles comme actionnaires de référence.

²⁷² Le groupe Danone dont 70 % du capital est dans le public limite les droits de vote en assemblée générale à 6% ou à 15 % selon que l'actionnaire détient des droits de vote simples ou doubles. Cette disposition cesse toutefois de s'appliquer si un actionnaire détient 67 % (donc plus des deux tiers) ou plus du capital.

offerte par les participations croisées, répondant ainsi au durcissement de la législation sur l'autocontrôle.

a) L'autocontrôle

A l'origine, les entreprises françaises se mettaient aisément à l'abri des offres hostiles grâce à la systématisation de la pratique de l'autocontrôle. Celle-ci passe souvent par la filialisation. Les schémas suivants illustrent bien les situations d'autocontrôle qui sont souvent déployées.

Supposons qu'une coalition d'actionnaires majoritaire, appelée α , d'une société X veuille diminuer sa participation dans cette firme ²⁷⁴ avec toutefois la volonté d'en conserver le contrôle.

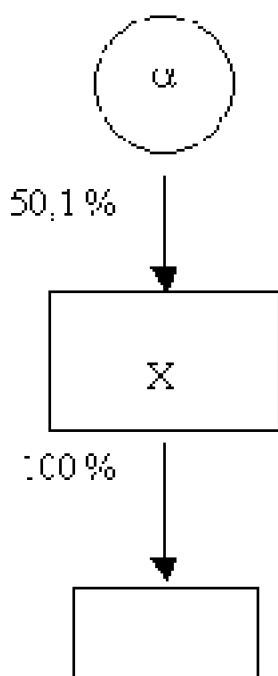


Schéma n° 1

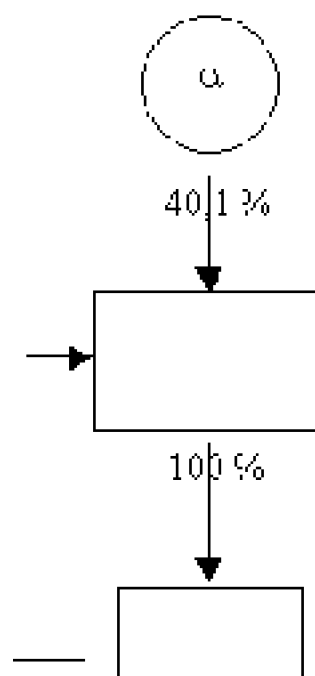


Schéma n° 2

Source : schéma inspiré des exemples donnés par F Morin (1996/97)

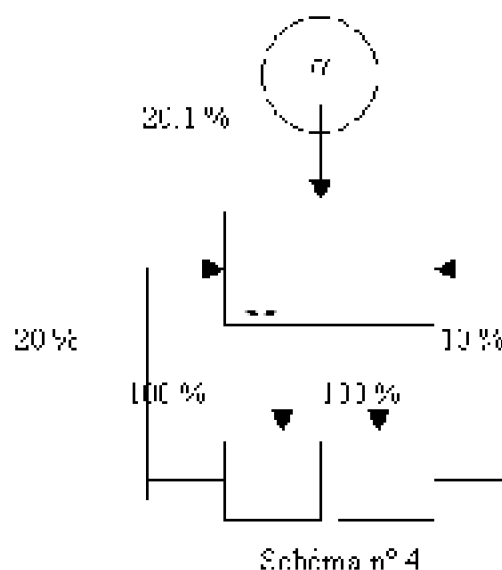
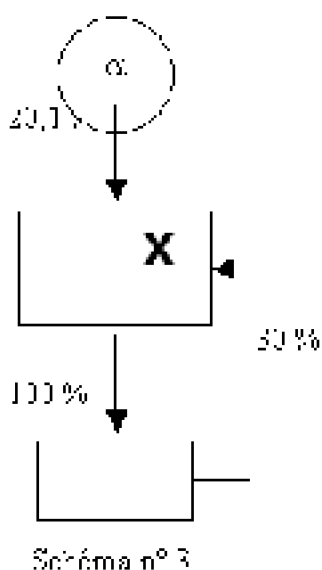
Pour ce faire, α crée une filiale A, contrôlée à 100% par la société X (schéma n°1).

²⁷³ L'échange de participations est en effet une pratique coutumière du capitalisme français que les privatisations et ouvertures de capital n'ont fait que renforcer dans un premier temps. Avec la montée concomitante de l'impératif de la transparence financière et de la pression des investisseurs institutionnels, notamment étrangers, on assiste ces dernières années à un débouclage progressif de ces participations croisées sans logique industrielle.

²⁷⁴ Pour allouer les capitaux ainsi retirés à d'autres usages ou à l'occasion d'une augmentation de capital à laquelle il ne participe pas.

Cette filiale A reprend alors une partie de la participation détenue par la coalition □ dans la société mère X (10% dans notre exemple).

Après cette cession, la coalition d'actionnaires □ n'a que 40,1% de la société X (schéma n°2). Mais elle détient toujours le contrôle majoritaire de cette société grâce aux 10 % du capital de X détenue par la filiale A. Les dirigeants de cette dernière ne peuvent se désolidariser de la coalition □ sans risque de perdre leurs postes. Leur société étant entièrement contrôlée par la société X, elle-même sous contrôle d'□.



Schémas n° 3 & 4

Source : schéma inspiré des exemples donnés par F Morin (1996/97)

Bien entendu, cette situation peut être étendue et on peut imaginer que la coalition □ garde le contrôle de la société X même avec moins de 20 % de son capital, et cela en cédant des titres supplémentaires à la filiale A (schéma n°3) ou à une autre filiale B (schéma n°4). Comme dans le cas précédent (schéma n°2), la coalition d'actionnaires □ conserve le contrôle effectif de la firme X puisque indirectement, elle détient également le contrôle des filiales A et B. Ce transfert de titres entre le patrimoine des membres d'□ et le capital de la filiale A (schéma 2 et 3) ou des filiales A et B (schéma 4) crée ce que F Morin (1996, 1997) désigne par la « *boucle de participations circulaires* »²⁷⁵.

Une des conséquences de ces participations circulaires est qu'avec un minimum de capital (20% dans notre exemple) un investisseur peut détenir la majorité des droits de vote d'une entreprise et par conséquent son contrôle. L'apport des filiales constitue alors une participation d'autocontrôle. L'autocontrôle permet de répondre à l'insuffisance des capitaux en intériorisant le pouvoir au sein de la boucle (de filiales et sous filiales) qui constitue le groupe. Ce faisant, il crée une distorsion entre les *insiders* et les actionnaires

²⁷⁵ Morin F., (1997), « Participations circulaires et gouvernance d'entreprise : le modèle français », in *corporate governance : les perspectives internationales*, Paris, octobre, p.97

externes qui voient les droits de contrôle attachés à leurs titres de propriété neutralisés²⁷⁶. Emancipés des liens capitaliste, les dirigeants peuvent asseoir leur pouvoir en organisant eux-mêmes les instances de contrôle telles que les conseils d'administration, les administrateurs provenant, pour la plupart, de filiales qui portent des participations de la maison mère, ce qui renforce l'intériorisation du pouvoir. Pour occulter cette réalité, les directions des firmes françaises mettent en avant l'impératif de la nécessaire conservation de l'indépendance de l'entreprise. Selon F. Morin (1996), cet argument n'est pas crédible. Vouloir préserver l'entreprise des influences extérieures revient à nier tout rôle à la propriété actionnariale. Or, paradoxalement, le pouvoir des dirigeants repose principalement sur ces droits de propriété d'un type particulier que sont les participations circulaires²⁷⁷.

Hormis une volonté réelle des dirigeants de se maintenir à leurs postes²⁷⁸, le recours à l'autocontrôle comme mode de régulation s'explique surtout par les capacités limitées des gros investisseurs individuels et des fortunes familiales qui ne peuvent prétendre à un statut d'actionnaire de référence dans de grands groupes en expansion. Dans une économie de crédits administrée où l'essentiel de l'épargne est drainée vers des placements obligataires moins risqués, où les fonds de pension à l'anglo-saxonne sont quasi inexistants²⁷⁹, ce problème se pose encore avec plus d'acuité. Il n'est pas surprenant dans ces circonstances, de trouver les banques et les compagnies d'assurance associées au capital de la plupart de ces entreprises. Ainsi, en 1997, toutes les entreprises du CAC 40 ont un partenaire financier dans leur capital. Cependant, le niveau de ces participations est variable.

A la faveur des restrictions apportées progressivement par le législateur aux lois régissant l'autocontrôle, certaines de ces participations acquièrent une importance particulière dans les dispositifs alternatifs mis en place, à savoir les participations croisées et les noyaux durs. En 1985, une première entorse est apportée à l'utilisation de l'autocontrôle puisque la loi limite les droits de vote attachés à ces participations et utilisables lors des assemblées générales à 10 %. La loi 89-531 du 02 août 1989 va plus loin encore en supprimant totalement ces droits de vote. Dès lors, l'autocontrôle perd beaucoup²⁸⁰ de son attrait en tant que mécanisme de défense contre les raids hostiles. Dans ces conditions, les participations croisées et les noyaux durs prennent à l'inverse encore plus d'importance.

²⁷⁶ Ce qui entraîne la dévalorisation de ces titres.

²⁷⁷ Morin F., (1996), « Privatisation et dévolution des pouvoirs, le modèle français du gouvernement d'entreprise », *Revue économique* n° 6, p.1260

²⁷⁸ Une stratégie qu'explique bien la théorie de l'agence à travers la notion d'enracinement comme on a pu le voir dans les première partie..

²⁷⁹ Les seuls organismes de placements collectif en valeurs mobilières, en l'occurrence les OPCVM orientent l'essentiel de leurs placements vers les titres obligataires. Cette attitude s'inscrit d'ailleurs dans une tendance plus générale des fonds d'investissement français dont la propension à investir en actions est plus faible que dans les pays de l'OCDE (OCDE, 1995).

b) Participations croisées et noyaux durs

B₁-LE MÉCANISME DES PARTICIPATIONS CROISÉES

A l'instar de l'autocontrôle, les participations croisées sont de deux ordres. Les participations croisées directes ou réciproques entre deux entreprises, et les participations croisées indirectes qui font intervenir les filiales des sociétés mères. Ce second schéma de propriété relève également des participations circulaires. La loi 66-537 de juillet 1966 limitait déjà strictement les participations réciproques. Une entreprise A qui détient plus de 10% du capital d'une entreprise B ne peut céder à son tour une fraction de son capital à cette même entreprise B. Les entreprises réciproques autorisées ne peuvent excéder 10 % du capital dans un sens comme dans l'autre.

Cette restriction des participations réciproques ne freine cependant pas le recours des entreprises françaises aux participations croisées. Pour se conformer au cadre, ces prises de participations mutuelles ne sont plus réciproques et font intervenir des filiales ou des entreprises contrôlées par les sociétés mères selon les schémas suivants :

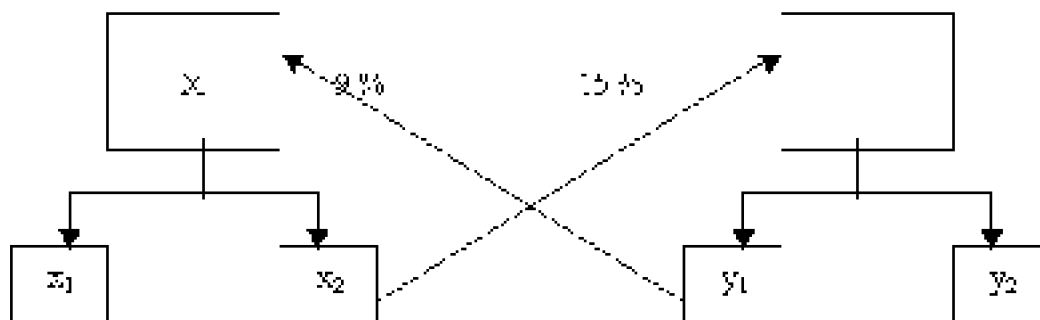


Schéma n° 5 - Représentation simple d'un échange de participations entre deux firmes

Source : schéma inspiré des exemples donnés par F Morin (1996/97)

Deux sociétés X et Y envisagent d'échanger des participations. Pour ne pas tomber sous le coup de la loi limitant les participations réciproques, elles passent par leurs filiales respectives. On suppose pour simplifier que ces deux sociétés contrôlent chacune deux filiales respectivement x_1 , x_2 et y_1 , y_2 .

Par le biais de sa filiale x_2 , la société X prend une participation de 15% dans le capital de la société Y tandis que cette dernière entre, par l'intermédiaire de sa filiale y_1 , à hauteur de 9% dans le capital du groupe X (schéma n°5). Sur le même principe, cet

280

Cet intérêt des participations d'autocontrôle n'est pas pour autant réduit à néant comme semble l'attester le maintien de ces schémas au sein de plusieurs groupes. A première vue cela peut sembler irrationnel puisque l'immobilisation de fonds sans contrepartie en terme de droits de vote induit une destruction de valeur actionnariale. Cependant, dans l'éventualité d'une tentative de prise de contrôle hostile, ces participations d'autocontrôle peuvent retrouver leurs droits de vote et donc leur intérêt lorsqu'elles sont cédées à un actionnaire externe partenaire du groupe ou à un chevalier blanc.

exemple peut être étendu en faisant intervenir d'autres groupes et plus de filiales selon le schéma suivant :

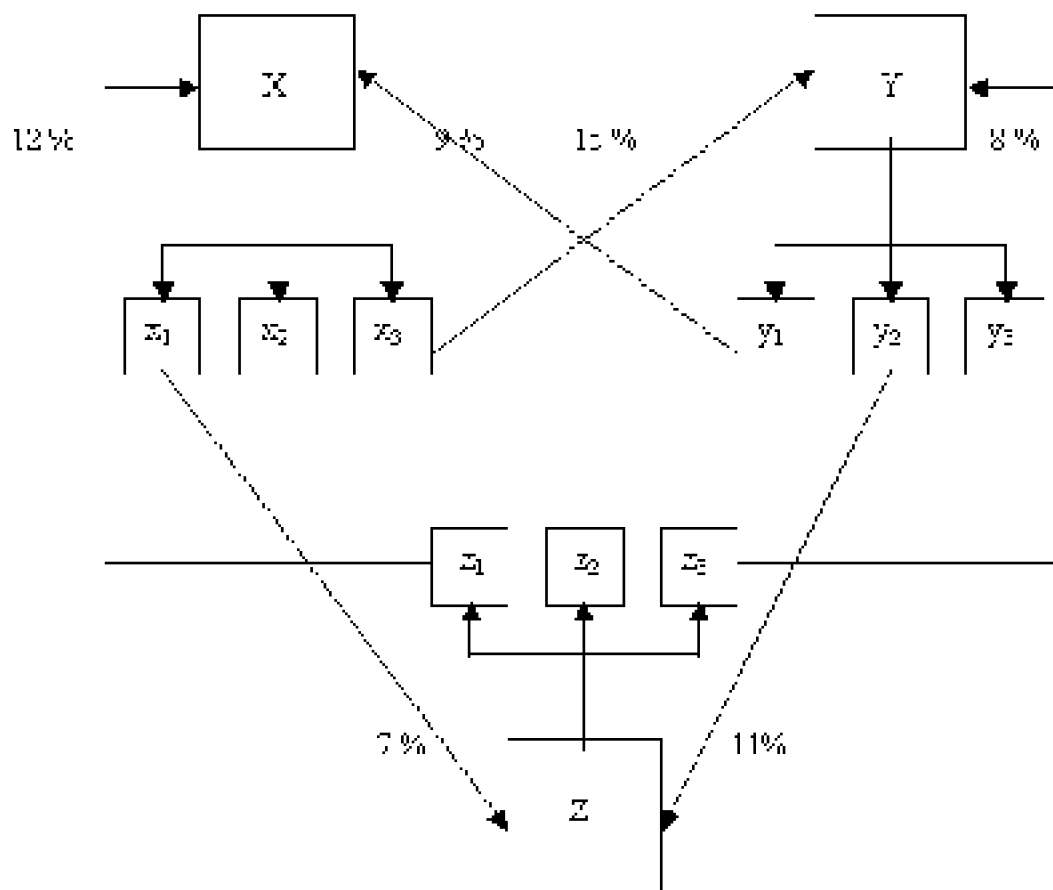


Schéma n° 6 - Représentation simple d'un échange de participations entre plus de deux firmes

Source : schéma inspiré des exemples donnés par F Morin (1996/97)

Dans le schéma n°6, les participations croisées prennent une forme triangulaire qui implique trois grands groupes à travers leurs filiales respectives. Les sociétés mères X, Y et Z sont à leur tour détenues à 21%, 23% et 19% par les deux autres. Du fait de la répartition préférentielle des droits de votes, ces proportions peuvent s'avérer bien supérieures aux capitaux réellement engagés.

Du point de vue des dirigeants, l'intérêt de ce dispositif est multiple. Ainsi, les 21% de capital de la société X détenus par les entreprises Y et Z constitue un rempart contre un raid hostile. Ces dernières ne peuvent théoriquement pas appuyer un tel raid sans risque de voir la société X, qui est également leur actionnaire, adopter le même comportement.

En ce sens, cet échange de participations crée un certain équilibre de dissuasion.

Mais, comme ces participations croisées sont surtout mises en place dans un but défensif, on parlera plutôt de pacte de solidarité. Cette solidarité se manifeste surtout au niveau des managers des groupes appartenant à la même boucle de participations circulaires. En dehors des batailles boursières, cette solidarité apparaît au sein du conseil d'administration où les résolutions présentées par les dirigeants sont souvent adoptées tandis qu'il devient plus aisé de contrecarrer les propositions des actionnaires externes, en particulier lorsqu'elles n'épousent pas la stratégie retenue par le management ²⁸¹.

En facilitant le verrouillage du capital, les participations croisées offrent aux dirigeants une réelle opportunité de s'affranchir du contrôle des actionnaires externes. Cette intériorisation du pouvoir est là encore rendue possible non pas par l'exercice des droits de contrôle selon la règle standard « d'une action, une voix » mais grâce au mécanisme des participations croisées. Les entreprises réunies dans un même réseau d'échange de participations agissent souvent de concert pour faire passer les décisions de leurs directions respectives. Ce système de défense et d'émancipation du contrôle externe est d'autant plus efficace qu'il est doublé du dispositif typiquement français du noyau dur.

B₂-LE MÉCANISME DU NOYAU DUR

Lancé dès les premières privatisations de 1986, le système du noyau dur consiste à constituer au sein de chaque grande entreprise un groupe d'actionnaires stables. Préalablement au lancement formel de la procédure d'offre publique de vente, les actionnaires institutionnels sélectionnés par les autorités pour constituer ce noyau reçoivent entre 20% et un tiers du capital de la firme candidate à la privatisation ou à l'ouverture du capital. Sur le marché, la « stabilité » de l'entreprise est garantie par le pacte d'actionnaires qui oblige les membres du noyau dur à conserver leurs titres pour une période d'au moins trois années. Une autre clause précise les modalités de cessions réciproques entre ces actionnaires, où cas ou l'un d'eux voudrait à tout prix se séparer de sa participation. Enfin, à tous ces éléments, s'ajoutent d'autres restrictions à l'endroit des investisseurs externes, notamment étrangers ²⁸².

A l'instar de cette discrimination, le recours à cette architecture des noyaux durs et des participations croisées crée de nombreuses distorsions aux règles du marché qui ne sont pas sans conséquences sur le mode financement et le mode de gouvernance de ces entreprises.

c) Analyse critique de ces dispositifs en termes de gouvernance

Une des premières critiques porte sur le mode de sélection des investisseurs éligibles aux noyaux durs des sociétés privatisables. Alors que dans les procédures obéissant aux règles du marché, les investisseurs institutionnels sont tous soumis au même cahier des

²⁸¹ Cette solidarité étant facilitée par une culture et des origines communes de la quasi-totalité de ces dirigeants.

²⁸² En 1986, la loi interdisait aux investisseurs étrangers de détenir plus de 20% du capital d'une entreprise française mise sur le marché.

charges, les privatisations françaises se distinguent par leur mode discrétionnaire de désignation des investisseurs de référence. En particulier, la disposition de la loi de 1986 qui restreint les participations étrangères au capital d'une entreprise française s'est avérée contraire aux articles 7 et 221 du traité de Rome, qui exigent l'égalité de traitement avec les nationaux en matière de participation financière. Pour se conformer à la législation européenne, les autorités suppriment cette contrainte pour les investisseurs de l'union lors des privatisations de 1993.

Hormis cet assouplissement contraint, d'autres conditions plus strictes sont adoptées. Ainsi, des dispositions spécifiques donnent à l'Etat le droit de nommer des administrateurs sans droits de vote au sein d'entreprises publiques et semi-publiques ²⁸³. Une autre clause confère à l'Etat le droit de s'opposer à une vente d'actifs d'une entreprise privatisée lorsque cette cession est de nature à porter atteinte aux « intérêts nationaux ». Enfin, le ministère de l'économie garde le droit de veto sur les participations étrangères supérieures à 5% dans les firmes privatisées relevant des secteurs sensibles liés à la défense ou à l'exercice de l'ordre public. Cette dernière disposition n'est ni surprenante ni spécifique aux privatisations françaises. Indépendamment de leur statut, public ou privé, les entreprises du secteur de la défense de tout les pays de l'O.C.D.E sont en effet soumises à une étroite surveillance des autorités politiques. A l'inverse, la justification des autres contraintes est plus discutable.

Les limites apportées aux investissements étrangers dans les firmes françaises pour prévenir des prises de contrôle hostiles nous paraissent contestables à bien des égards. La mondialisation des économies et les progrès atteints dans la globalisation financière rendent inappropriée l'adoption d'une telle mesure discriminatoire ²⁸⁴ à l'heure où les grandes entreprises françaises elles même multiplient leurs acquisitions à l'étranger. Cette attitude, révèle en réalité une sous-capitalisation des firmes françaises comme l'indique l'émission de titres de propriété particuliers que sont les certificats d'investissement.

Dans le même ordre d'idées, ériger des barrières à l'exercice du contrôle externe tout en sollicitant des financements de marchés s'apparente à une entreprise paradoxale. Cette démarche n'est certainement pas la meilleure voie pour combler le manque de fonds propres des firmes françaises même si au demeurant ces dernières n'ont toujours connu que le contrôle interne.

Les enseignements de la théorie du gouvernement d'entreprise montrent bien l'importance du contrôle, tant interne qu'externe, pour que les investisseurs puissent s'assurer d'un retour sur investissement satisfaisant ²⁸⁵ ou à tout le moins qui couvre le coût du capital. Lorsque ces investisseurs ont le statut de créanciers, leurs fonds sont

²⁸³ A partir de 1993, beaucoup d'opérations de privatisations sont menées par étapes et retrait de l'Etat devient par conséquent progressif.

²⁸⁴ D'ailleurs des assouplissements sont progressivement introduits depuis 1993 comme l'attestent la composition du groupe d'actionnaires partenaires (G.A.P) du Crédit Lyonnais.

²⁸⁵ Qui traduise une création effective de valeur.

relativement protégés par le contrat de dettes. Dans l'éventualité d'une liquidation judiciaire d'une entreprise, le produit de cession des actifs est d'abord destiné à rémunérer les créanciers²⁸⁶. Les actionnaires ne récupèrent alors que les fonds disponibles après le remboursement des dettes de la société. La précarité du statut d'actionnaire incite les *shareholders* à exercer une surveillance étroite de la firme dans laquelle ils investissent. Pour faire valoir leurs droits face aux dirigeants, les actionnaires *outsiders* ont deux solutions, l'*exit* ou la prise du contrôle de la firme pour remplacer le management et changer de stratégie. Là encore, le système du noyau dur et des participations croisées et le cadre légal qui les accompagne amenuisent considérablement l'efficacité de ces mécanismes disciplinaires.

Le premier obstacle concernant l'*exit* tient aux limites imposées à la revente des titres pour les investisseurs institutionnels membres du pacte d'actionnaires. En outre, la prime à la durée, à travers une augmentation des droits de vote pour les titres conservés pendant plus de trois ans, n'incite pas à recourir à la stratégie de l'*exit* à l'issue incertaine. Un investisseur qui ne peut exercer lui-même le contrôle, à cause des coûts élevés du « *monitoring* » et du problème du *free rider* vend ces titres en espérant que d'autres actionnaires minoritaires empruntent la même voie, et qu'*in fine*, le management soit sanctionné. Pour être validée, cette stratégie suppose au préalable que la cession de titres conduise à une certaine concentration du capital. Or les plafonds imposés à cette concentration au niveau de chaque firme ainsi que l'attribution des droits de vote préférentiels aux *insiders* constituent de sérieux obstacles à l'exercice de la discipline par cette voie. De plus, comme le montre le tableau n° 3, jusqu'en 1996 au moins, le capital des sociétés privatisées est relativement verrouillé. Ainsi, si l'on additionne la participation de l'Etat à celle du noyau dur, un tiers du capital est en moyenne hors du marché. A cela, il faut ajouter une fraction du capital détenue par les employés. En contrepartie d'avantages accordés à la souscription, ces derniers sont généralement tenus, ou du moins incités, à conserver les titres de leur entreprise pour le moyen et long terme. Certes, aucune disposition contractuelle n'interdit aux salariés de céder leurs titres le marché²⁸⁷, pour autant, les salariés se rangent souvent du côté de leurs dirigeants en cas de raids hostiles car ces opérations sont systématiquement associées au « *downsizing* ». En mettant en avant cet argument, J Charles Naouri réussit à mobiliser le personnel du groupe Casino-Guichard contre l'offre de rachat du groupe Promodès.

Tableau n°3 : Typologie de l'actionnariat des sociétés privatisées²⁸⁸

²⁸⁶ Notons à ce propos que même à ce niveau, la législation française était en retrait concernant les protections offertes aux créanciers. Jusqu'à la réforme de la loi sur les faillites en 1994, les créanciers ne pouvaient disposer du patrimoine de l'entreprise puisque la priorité allait d'abord aux salariés.

²⁸⁷ Hormis dans certains où la cession ne peut intervenir qu'après la durée obligatoire de détention des actions, une pratique en vigueur dans les entreprises nouvellement privatisées.

²⁸⁸ En % du capital.

Société	Date	Etat	Public/salariés	Invest/profess	Noyau dur
BNP	oct-1993	2	53	15	29
Rhône-Poulenc	nov-1993	2	63	11	14
Elf Aquitaine	Fev-1994	13	46	31	10
UAP	mai-1994	3	44	15	38
Renault	nov-1994	53	31	11	5
Seita	Fev- 1995	13	39	23	25
Usinor	juil-1995	10	24	49	17
Pechiney	Dec-1995	9	48	29	14
AGF	mai-1996	0	27	48	25

Source : Commission des Finances de l'assemblée Nationale (1996), annexe n°44 du projet de la loi de finance 1996.

Enfin, certains investisseurs professionnels, notamment les établissements financiers publics tels la Caisse des Dépôts et Consignations et le Crédit Lyonnais avant sa privatisation ont des placements dans ces entreprises qui ne sont pas toujours de simples placements financiers. Même quand ils ne relèvent pas des participations croisées, ces investissements sont toujours réalisés dans une optique de long terme.

Ainsi, en dépit d'un flottant qui peut sembler important, les actionnaires « acquis » aux dirigeants en place cumulent de fortes positions en capital. Avec près de 75% du capital dans le public (investisseurs institutionnels y compris) les sociétés AGF et Pechiney présentent des situations particulières. Les conditions de leurs privatisations intervenues respectivement en mai 1996 et en décembre 1995 expliquent un peu cette situation puisque les actionnaires qui composent leurs noyaux durs ne sont liés par aucun accord formel. D'ailleurs, il est plus pertinent de parler dans ces deux cas d'actionnaires de référence plutôt que de noyaux durs. La rapidité avec laquelle l'assureur AGF est passé dans le giron du groupe Allianz est un fait révélateur à cet égard. Ces cas mis à part, le changement de propriété et la sanction des équipes dirigeantes par voie du marché demeurent dans l'ensemble difficiles à réaliser. Nonobstant les obstacles réglementaires cités, les noyaux durs et les participations croisées conduisent à une relative concentration du capital qui renforce le camp des managers et rend délicate toute mesure coercitive de l'extérieur. En dehors de cet aspect disciplinaire, une autre critique de ces dispositifs de noyaux durs tient aux logiques économiques et industrielles qui sous tendent leur mise en place.

Le tableau n° 4 ci-dessous donne la composition des noyaux durs de sept grandes entreprises françaises privatisées entre 1993 et 1995. Ces firmes couvrent divers secteurs économiques qui vont de la finance (banque et assurance) à l'énergie en incluant les produits de consommation et les industries de base. On a ainsi un large panorama de l'économie. L'examen de la structure de ces noyaux durs fait ressortir trois caractéristiques majeures. On remarque la participation de partenaires financiers français (Banque ou société d'assurance) dans tous les noyaux durs. Cette présence n'obéit pas à une logique industrielle bien déterminée, mais s'explique en partie par des caractéristiques propres au capitalisme français, et pour partie par des choix prémédités.

Tableau n° 4 : La composition des noyaux durs de certaines sociétés privatisées

	Rhône P	BNP	ELF	UAP	Renault	Seita	Usinor
Air liquide							1,03
AXA	1,25		1				
BNP	1,25		1,4		1,5		
C.D.C				0,7	1		
COGEMA							3,38
Gle des eaux		0,52		2,2			
Dassault		1,08					
E.D.F							3,67
Elf Aquitaine		2,07			1,5		
F. Télécom							
F. des jeux						2,5	
Navigation Mixte						1,5	
Paribas			1				
Pechiney		0,83					
Peugeot		1,03		0,8			
Renault		1,03	1				
Rhône Poulenc		1,08			1		
St- Gobain		1,81		1,2			
St- Louis		0,52					
Sté Générale	1,5					5	
Suez			1,4				
UAP			1,5				
Autres Groupes français					1,5	10	0,91
Autres banques françaises			0,5	0,5	2,25	5	0,49
Etranger-industrie	1	2,03		5,4	2,25	1	2,02
Etranger-finance	1	3	1				0,49
Total	6	15	8,8	10,8	11	25	12

Source : Goldstein A., (1996) op cit, p.1327

La prédominance du financement par crédits au sein l'économie française a créé beaucoup de liens entre les institutions financières et les entreprises du secteur réel. Même si ce mode de financements par crédit, notamment le crédit administré, n'a rien du modèle de la banque industrie, certains des liens ainsi créés entre les firmes des deux secteurs demeurent voire se renforcent même après les privatisations. La faiblesse capitalistique de beaucoup de ces entreprises aidant, le soutien (par sa présence dans capital) d'au moins un partenaire financier est devenue inéluctable. Enfin, on ne doit pas perdre de vue les différents pôles d'influence constitués avant ces restructurations et maintenues voire reconfigurés et renforcés après. C'est à la lumière de ces réseaux d'alliance qu'on comprend mieux pourquoi c'est la B.N.P et non pas la Société Générale qui se retrouve dans le noyau dur de la société Elf.

Cette dernière se situant dans l'ancienne sphère d'influence de Suez d'où, là

également, une plus grande présence de Suez et de l'UAP comparativement aux apports des compagnies AXA et Paribas. Toujours conformément à la structure de ces pôles et autres cœurs financiers (Morin, 1993) c'est tout naturellement qu'on retrouve Saint-Gobain dans le capital de la B.NP et de l'U.A.P. Cela nous amène à notre seconde remarque quant à l'absence d'une réelle logique industrielle derrière la constitution des ces structures. Si on peut trouver des motifs économiques à la présence d'AXA au sein de la B.NP ou à la participation de celle-ci au capital de l'U.A.P tant leurs métiers sont relativement proches et les coopérations possibles à différents niveaux tel que celui de la bancassurance, il n'est pas de même pour tous les autres. Saint Gobain peut difficilement trouver des synergies entre ses métiers et ses investissements dans les institutions financières. De même, les coopérations industrielles éventuelles entre Renault et Elf aquitaine sont difficiles à identifier. Dans beaucoup de cas, ces investissements sont faits à des fins purement défensives comme l'attestent les nombreuses participations croisées ou réciproques entre Rhône-Poulenc et la B.N.P, Elf et la B.N.P, Renault et ELF, ...

Enfin, dans cet esprit on relève un encadrement indirect mais important du secteur privé par le secteur public. Outre la présence des groupes entièrement publics tels que la Caisse des Dépôts et Consignations, la COGEMA ou EDF, l'Etat maintient un contrôle sur les entreprises nouvellement privatisées par le biais de sociétés semi-publiques telles que Renault ou France-Télécom (présent dans Bull). A Goldstein (1996), explique cet apparent paradoxe de la participation des entreprises publiques dans les noyaux durs des firmes privées par une « *logique de création de groupes privés sous surveillance publique* »²⁸⁹.

Au total, et par rapport aux réalités des décennies quatre-vingt et quatre-vingt dix, il apparaît maintenant incontestable que l'architecture des noyaux durs et autres participations croisées ait surtout servi à assurer une transition en douceur d'un capitalisme sans capitaux vers une économie plus ouverte et désormais très concurrentielle. Au moins quelques caractéristiques visibles des ces regroupements accréditent cette thèse. Premièrement, même si on considère ces noyaux durs comme des structures transitoires, l'hétérogénéité des firmes constituant ces groupements ne permet pas d'envisager des consolidations que ce soit par intégration verticale ou horizontale²⁹⁰.

Deuxièmement, le niveau parfois symbolique des participations échangées, rarement supérieures à 10 % voire souvent inférieures à 5 %, rend d'éventuelles opérations de croissance externe complexes pour des entreprises elles-mêmes en manque de fonds propres. Troisièmement, en dépit d'une large autonomie de gestion, les entreprises mises sur le marché demeurent jusqu'à la fin de la décennie 1990, à des degrés divers, sous la surveillance des autorités publiques.

Dès lors, quels que soit les impératifs économiques, toute opération stratégique doit

²⁸⁹ Goldstein A., (1996) op cit., p.1326

²⁹⁰ Dans la mesure où à de rares exceptions, on ne décèle pas de complémentarités permettant d'envisager une intégration verticale. De même, l'appartenance, des sociétés de même secteurs à des noyaux durs différents voire à des pôles rivaux, rend *a priori* les concentrations horizontales encore plus complexes.

aussi satisfaire certaines considérations politiques ²⁹¹. Ce protectionnisme déguisé expliquerait ainsi la lenteur de la consolidation du secteur bancaire au niveau européen. Enfin, *last but not least*, l'adhésion de la classe dirigeante à des changements susceptibles de remettre en cause sa position acquise est pour le moins difficile ²⁹². Toutefois, les conditions des dernières privatisations (AGF, Crédit Lyonnais) et les décroissements en cours entre les divers groupes peuvent soulever des interrogations quant à la pérennité du capitalisme circulaire. La disparition du concept de noyau dur est peut être un signe révélateur à cet égard.

3) Du G.A.S au G.A.P ou les prémices d'une transition

Le processus de libéralisation de l'économie française connaît une nette accélération. Sous la double pression des déréglementations européennes et du mouvement de fusions-acquisitions induit par la mondialisation, le retrait de l'Etat du secteur productif se poursuit à un rythme soutenu. En filigrane de ce processus, se dessine une évolution importante mais à l'apparence anodine dans le programme de privatisations. Quand ils ne sont pas tout simplement supprimés, les noyaux durs abandonnent leur ancienne dénomination de G.A.S (groupe d'actionnaires stables) pour la nouvelle appellation de G.A.P (groupe d'actionnaires partenaires) ²⁹³. Contrairement au G.A.S, les actionnaires qui participent à un G.A.P sont seulement incités à faciliter le changement de statut et le passage au secteur privé concurrentiel des sociétés mises sur le marché pendant une période limitée de deux à trois ans.

En revanche, ils ne sont aucunement tenus de prévenir une prise de contrôle de la firme dont ils sont actionnaires. En l'absence d'un véritable pacte, les membres d'un G.A.P peuvent être eux même prédateurs. A la fin du quatrième chapitre, nous reviendrons sur l'exemple du Crédit Lyonnais, pour tenter de comprendre cette nouvelle réalité.

Parallèlement à ces évolutions structurelles, d'autres changements sont constatés dans la stratégie des entreprises françaises. En dépit de résultats positifs, plusieurs firmes (Alstom, Michelin, Renault) n'hésitent pas à recourir au *downsizing* pour satisfaire aux exigences de rentabilité du marché. Le souci de transparence est également pris en compte à travers la nomination d'administrateurs indépendants dans les conseils d'administration et une conversion au mode anglo-saxon de publication des résultats trimestriels. Enfin, plusieurs dirigeants n'hésitent plus à mettre en avant la stratégie de création de valeur actionnariale pour justifier des cessions non stratégiques ou des rachats de titres, ce qui constitue une pratique relativement nouvelle dans le capitalisme

²⁹¹ On parle alors de la protection des intérêts nationaux dans des secteurs sensibles (défense, énergie, ...)

²⁹² L'échange de participations mais aussi de postes d'administrateurs rend toute offensive risquée y compris pour les managers initiateurs d'un raid. Cette possibilité de représailles, facilitée par les fortes collusions avec la sphère politique, pousse alors la majorité des dirigeants à une certaine inertie. Du point de vue de la préservation de leur postes et des nombreux avantages associés à ce contrôle, ce « pacte de non-agression » est un comportement rationnel des managers.

²⁹³ Cette nouvelle dénomination apparaît à l'occasion de la privatisation du Crédit Lyonnais en mai 1999.

français. L'examen de la composition des conseils d'administration, et de la structure de capital de quelques grandes entreprises nous permettra de mieux évaluer la portée de ces évolutions et leurs implications en termes de modes de financement et de gouvernance. Nous verrons alors si tous ces indices convergent effectivement vers une transformation du modèle français du gouvernement d'entreprise.

Conclusion

Jusqu'à la fin des années quatre-vingt, l'économie française avait toutes les caractéristiques d'une économie mixte. Des pans entiers de l'économie appartenaient au secteur public. Disposant des principaux leviers (le rationnement du crédit, les établissements financiers publics, la fiscalité, un large système discrétionnaire d'aides et de subventions), l'Etat étend son emprise sur tout le secteur productif. A leur tour, les grandes entreprises, publiques ou privées profitent largement du soutien direct ou indirect de l'Etat. Leurs dirigeants provenant en grande majorité de la sphère publique, ces firmes parviennent souvent à orienter l'action des autorités en leur faveur (Hancké B., 1997). Cette « collusion » entre l'administration et les grandes entreprises sera un élément influent dans la régulation macroéconomique et dans le mode de gouvernance. En contrepartie du soutien tacite (mais réel) des pouvoirs publics, les entreprises placent les performances industrielles et le volet social, bien avant l'objectif de la rentabilité financière. A l'occasion, la collectivité prend en charge tout ou partie du coût d'éventuels échecs industriels.

Au sein des sociétés cela se par une gestion par consensus entre les différents *stakeholders*. Pour garantir la stabilité de cet équilibre, plusieurs dispositifs sont mis en place, comme l'autocontrôle, les droits de vote double, les holdings et les participations croisées. En même temps qu'ils protègent les sociétés françaises des prises de contrôle hostiles, ces mécanismes d'ingénierie financière renforcent le pouvoir des dirigeants en place. En outre l'homogénéité de l'élite renforce cette tendance puisqu'elle réduit souvent le rôle des conseils d'administration à celui de « chambres d'enregistrement ».

Ce schéma garde sa cohérence jusqu'à l'ouverture de l'économie française sur l'extérieur. Par souci de garder un contrôle français sur les entreprises privatisées, les pouvoirs publics mettent en place des noyaux durs. Ce faisant, ils contribuent à faciliter l'adaptation de ces sociétés à la concurrence. De la même manière beaucoup de managers réussissent dans un premier temps à garder le contrôle total des sociétés qu'ils dirigent. Mais à la faveur de l'évolution des modes de financement et de l'arrivée d'investisseurs institutionnels étrangers dans leur capital, beaucoup de sociétés françaises sont amenées à revoir leurs priorités. Désormais, les exigences des investisseurs et les pressions des marchés imprègnent peu à peu les décisions des sociétés. On peut alors se demander si le résultat de ces transformations en cours n'est pas une adoption progressive, mais incontournable du modèle de gouvernance anglo-saxon.

Chapitre 4. Modes de financement et gouvernance : le sens de la transformation actuelle du capitalisme français

Introduction

Le chapitre précédent nous a permis de relever le rôle omnipotent de l'Etat dans l'économie hexagonale avec notamment une forte proximité les entre les grandes entreprises et la sphère publique. Cependant, avec la mondialisation et la globalisation financière ces sociétés françaises tout en étendant leur activité aux quatre coins du monde ouvrent de plus en plus leur capital à des investisseurs non-résidents. Ce faisant, elles découvrent d'autres impératifs, tant sur le plan de la concurrence que du côté des exigences des investisseurs. En effet, leur arrivée sur les marchés de capitaux, à la faveur de la libéralisation de l'économie française, va se traduire par une double évolution de leurs modes de financement et de leurs modes de gouvernance. Ces évolutions sont en partie déterminées par le comportement des différents agents économiques.

Dans cette perspective, nous analyserons dans ce chapitre les comportements financiers de l'Etat et des agents institutionnels tant français qu'étrangers (section 1), leur impact sur les modes de financement des entreprises françaises (section 2) et par ricochet l'incidence de tous ces comportements financiers sur l'évolution des normes de gouvernance en France (section 3).

Section 1 : Contexte socio-économique et évolution du comportement financier des agents: cas de l'Etat, des banques, des OPCVM, des Sociétés d'Assurance et des non-résidents

Depuis la constitution des entités nationales, les finances publiques étaient et demeurent au centre du débat portant sur les questions financières. Cet intérêt permanent pour les dépenses publiques, tient aux effets qu'elles exercent une influence non négligeable sur les autres variables macro-économiques. Selon les modalités d'emprunt mises en œuvre, ces dépenses affectent différemment le revenu des agents économiques et leurs conditions de financement²⁹⁴. C'est pourquoi nous nous intéresserons d'abord à l'évolution du financement du budget de l'Etat (I) tant sur une longue période allant de 1969 à 1997, que sur une période plus courte mais récente qui va de 1995 à 2000²⁹⁵.

²⁹⁴ Le trait le plus important est le transfert de richesse entre différentes catégories d'agents.

²⁹⁵ Les raisons de ce découpage sont purement techniques. Les chiffres utilisés appartiennent à des bases différentes et ne peuvent de ce fait être agrégés sans induire des erreurs d'interprétation.

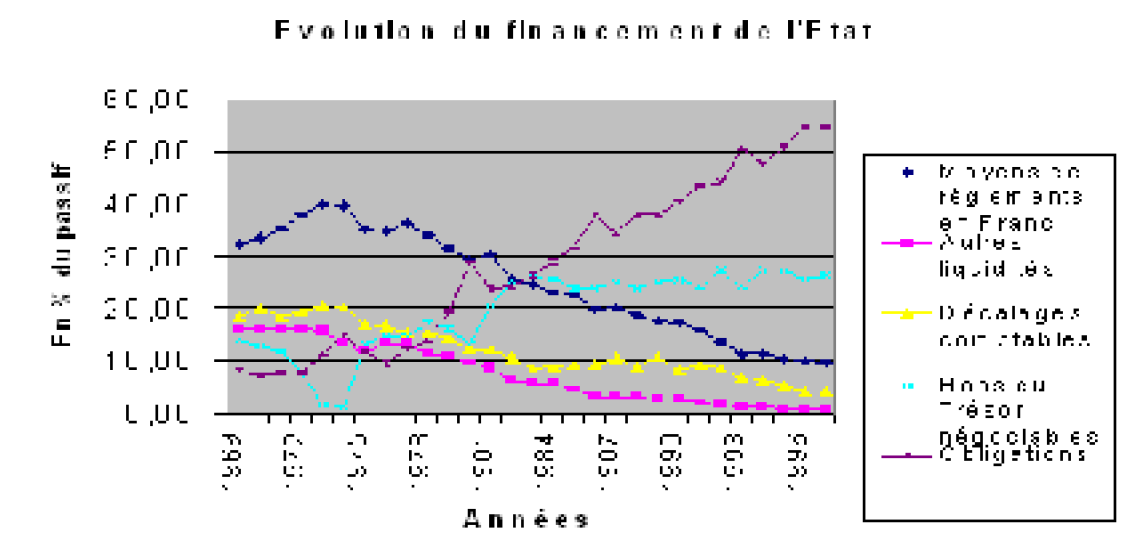
Une fois la modernisation du financement de la dette publique mise en exergue, nous analyserons les effets que cette évolution majeure a pu exercer sur le comportement financier de certains investisseurs institutionnels (II). Il s'agit précisément de voir quelle est la logique qui sous tend la stratégie de placement et d'investissement de ces agents. Les banques, les sociétés d'assurance et les OPCVM obéissent-ils aux mêmes critères dans l'élaboration de leurs décisions d'investissement, les institutionnels français sont –ils plus averses au risque que les non résidents ? La réponse à ces interrogations nous permettra de mieux comprendre les modes de financement des entreprises.

I) Le financement de la dette publique

1) Evolution des modes de financement du budget de l'Etat

Prises au sens large, les dépenses publiques comprennent, en plus des dépenses budgétaires de l'Etat, les dépenses de l'administration centrale, des administrations de sécurité sociale et des collectivités locales. Nous nous limiterons pour notre part à la plus importante de ces composantes en l'occurrence le budget de l'Etat²⁹⁶.

Comme le montre le graphe n° 1 ci dessous, le passif de l'Etat a connu une profonde recomposition. Au début de la décennie soixante dix, le budget de l'Etat était financé à hauteur de plus de 40 % par les moyens de paiements (ou les moyens de règlements en franc qui regroupent, entre autres, les moyens de paiement et la monnaie interbancaire), et les décalages comptables. Le reste du budget étant couvert par les émissions d'obligations et de bons de Trésor (20 % en moyenne) d'une part, d'autres liquidités (sous forme de placements et de dépôts divers soit près de 17 à 18 %) d'autre part.



Graphe n°1

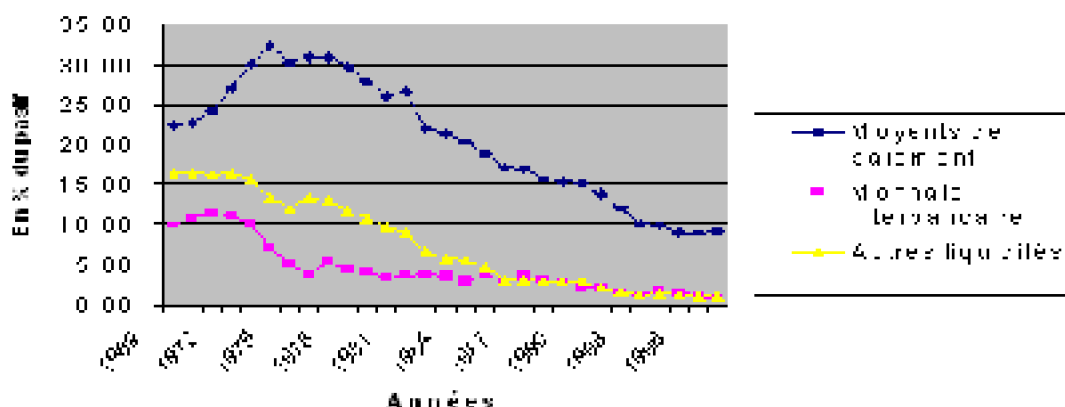
Source : Données extraites des T.O.F en encours, S.E.S.O.F, Banque de France.

On note une prépondérance des ressources monétaires durant toute la décennie

²⁹⁶ Nous ne disposons pas en effet de toutes les données relatives à tous les postes des dépenses publiques.

soixante dix. Comme le montre les deux graphes suivants (respectivement n°2 et n°3) On peut parler, à juste titre, de financement monétaire de la dette de l'Etat pendant cette période. Ainsi alors même que les années 1970, 1972, 1973, 1974 étaient des années de surplus budgétaires, la part relative des seuls moyens de paiement dans le passif de l'Etat atteignaient, voire dépassaient, la barre des 30%. Cette part se maintient à un niveau élevé puisque durant toute cette période. Les moyens de paiement demeurent la première composante des ressources de l'Etat. Lorsqu'on inclut la monnaie interbancaire et les autres liquidités monétaires c'est près de 45% du budget de l'Etat qui est ainsi financé. Enfin, cette proportion grimpe à plus de 70% (soit plus de deux tiers des ressources totales de l'Etat) dès que l'on tient compte de l'ensemble des ressources courtes, tels les titres du marché monétaire, et des décalages comptables (cf le graphe n°3). Pour comprendre cette structure, il faut avoir à l'esprit la structure des financements des dépenses publiques. Les rentrées fiscales constituaient l'essentiel des recettes de l'Etat. Comme le souligne M. Baslé, "*la T.V.A est le plus grand impôt français*" (Baslé. M, 1993). D'ailleurs, le décalage entre d'une part la T.V.A collectée et les déductions consenties²⁹⁷ et d'autre part les différentes rentrées fiscales, parafiscales - ou autres - et certaines dépenses publiques était considérable. Ces décalages concouraient à hauteur de 15 à 20% des recettes de l'Etat durant la décennie soixante-dix (graphe n°3).

Le financement monétaire de la dette publique



Graphe n° 2

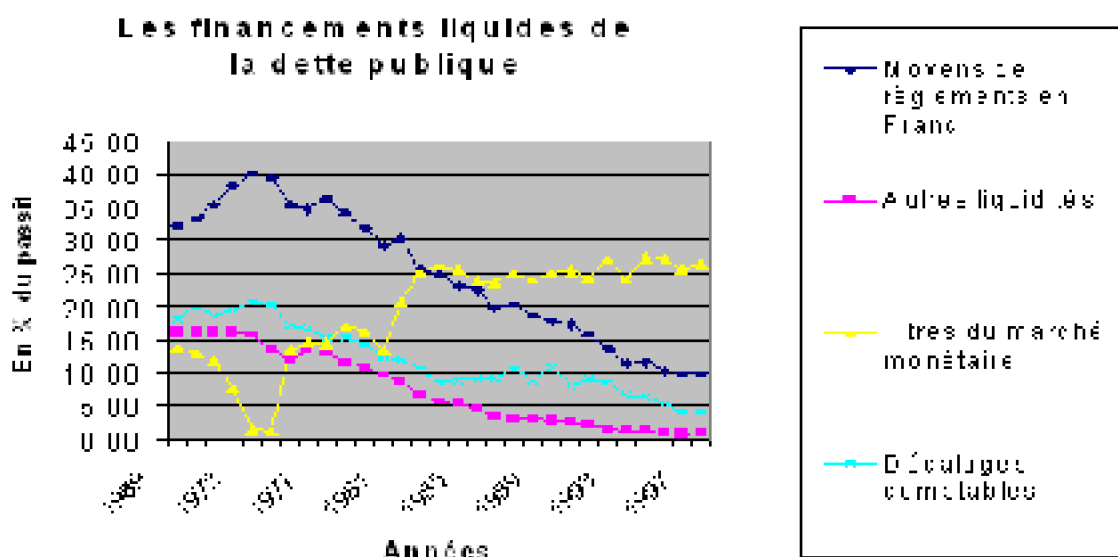
Source : Données extraites des T.O.F en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

Ce financement monétaire était conforme aux traditions financières de l'époque. Evoluant dans un contexte d'économie relativement fermée ou semi-fermée, les pouvoirs publics pouvaient, grâce au contrôle des changes, limiter les effets d'une telle abondance de liquidités sur la valeur du franc et sur la balance des capitaux tandis que l'inflation facilitait le remboursement de la dette même lorsque celle-ci était à court terme²⁹⁸. Cette culture du financement de la dette publique par les financements courts dure jusqu'à la fin des années soixante-dix. A partir de cette période, une nette inflexion se produit avec une

²⁹⁷ BASLE. M, (1993), *Le budget de l'Etat*, p.28

²⁹⁸ Il n'était pas alors rare d'avoir des taux d'intérêt réels négatifs ou nuls.

érosion structurelle des ressources liquides. De 40 % des ressources de l'Etat en 1973, les moyens de règlements en francs passent à 29,3 % de cette quote-part en 1980, puis à 17,9 % dix années plus tard pour enfin ne plus représenter que 9,9 % du passif de l'Etat en 1997. Les autres composantes liquides connaissent une tendance similaire. Les décalages comptables qui participaient à hauteur de 20,6 % du financement de la dette de l'Etat en 1973, ne fournissent plus que 12,2 % de ce stock en 1980. Cette part descend ensuite à 8,22 % en 1990 et ne représente plus que 4,29 % en 2000.



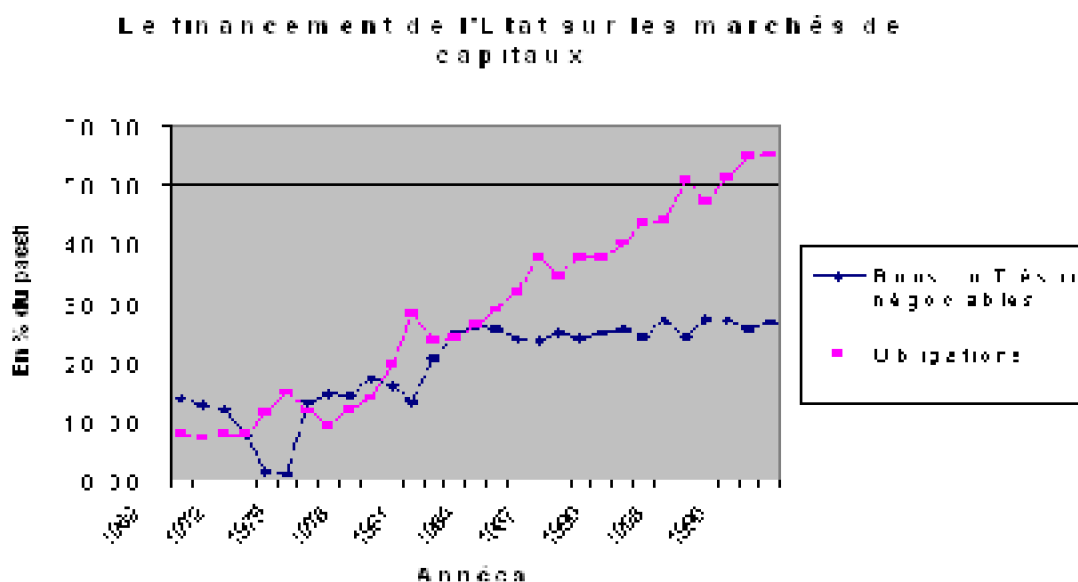
Graphes n°3

Source : Données extraites des T.O.F en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

Enfin, les autres liquidités subissent le même effondrement passant de 16 % du stock de la dette publique en 1973 à 9,7 % en 1980 pour ne plus atteindre que 2,73 % en 1990, puis une part insignifiante limitée à 1,01 % en 1997 et moins de 1% en 2000. Cette baisse des ressources courtes dans le financement de la dette de l'Etat est très importante puisqu'elle atteint des proportions supérieures à 75 % (voire plus de 90% pour certaines catégories de liquidités) en l'espace de deux décennies. Cette baisse peut s'expliquer de deux façons. D'une part la hausse des déficits a atteint une forte ampleur qui dépasse la croissance des ressources courtes, d'autre part, il y a la décision de financer la dette de l'Etat à plus long terme. Devant la montée des déficits, cette issue était inéluctable dans la mesure où la charge financière à court terme aurait été insupportable. La dette a été allongée dans l'espoir que la croissance future permettrait de faire face plus facilement au remboursement des emprunts actuels. Enfin, cette démarche participe également de la modernisation de la gestion de la dette publique qui s'inscrit elle-même dans une politique économique plus globale d'abord orientée vers la désinflation, puis le maintien d'une inflation structurellement basse sur le long terme²⁹⁹. Ainsi, alors que toutes les ressources courtes reflétant une création monétaire (différents types de crédits) enregistrent une nette tendance baissière, les ressources collectées sur les marchés de

²⁹⁹ On parle surtout de politique de franc fort

capitaux, qui traduisent, quant à elles, un financement par le biais de l'épargne disponible, connaissent une progression permanente. Cette évolution majeure s'observe aussi pour les ressources liquides collectées par l'Etat. En effet, contrairement au déclin manifeste des moyens de règlements en francs et d'autres liquidités, les titres du marché monétaire enregistrent une progression appréciable. D'une moyenne de 10 % dans les années soixante-dix, leur contribution au refinancement du budget de l'Etat passe à plus de 22 % dans les années quatre vingt pour dépasser les 25 % dans les dernières années de la première base de données (de 1994 à 1997). Les réformes financières allant dans le sens d'une suppression progressive du financement monétaire et l'encouragement de l'épargne, sont en grande partie à l'origine de l'envolée des ressources collectées sous formes de titres monétaires. Cependant, le maintien de ces derniers à un niveau relativement élevé alors même que les ressources qu'ils procurent couvrent des échéances courtes, est à relier avec le niveau élevé des taux d'intérêt réels³⁰⁰ pendant toute la première moitié des années quatre-vingt-dix.



Graphe n° 4

Données extraites des T.O.F en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

En dehors de ces déterminants, il semble que ce succès des titres monétaires s'inscrive dans une tendance structurelle de fond, caractérisée par la montée des financements marchands comme l'indique la part de certaines autres ressources (obligataires) collectées par l'Etat sur les marchés de capitaux.

A partir de 1981, les financements par emprunt sur le marché de capitaux deviennent prépondérants. Comme le montre le graphe n° 4 ci-dessus, les émissions d'obligations et de bons du Trésor qui totalisaient un montant de 13,19 milliards d'euros en 1979, soit 24,3 % du passif de l'Etat en 1979, franchissent rapidement les 60,92 milliards d'euros en 1982 (44,3% du passif) pour atteindre 106,65 milliards d'euros (54,66% du passif) seulement

³⁰⁰ Ainsi entre fin 1992 et 1993 au plus fort de la crise monétaire européenne, les taux d'intérêt réels à court terme frôlent les 10 %. De 1986 à 1996, ceux-ci demeurent nettement supérieurs à 4 %.

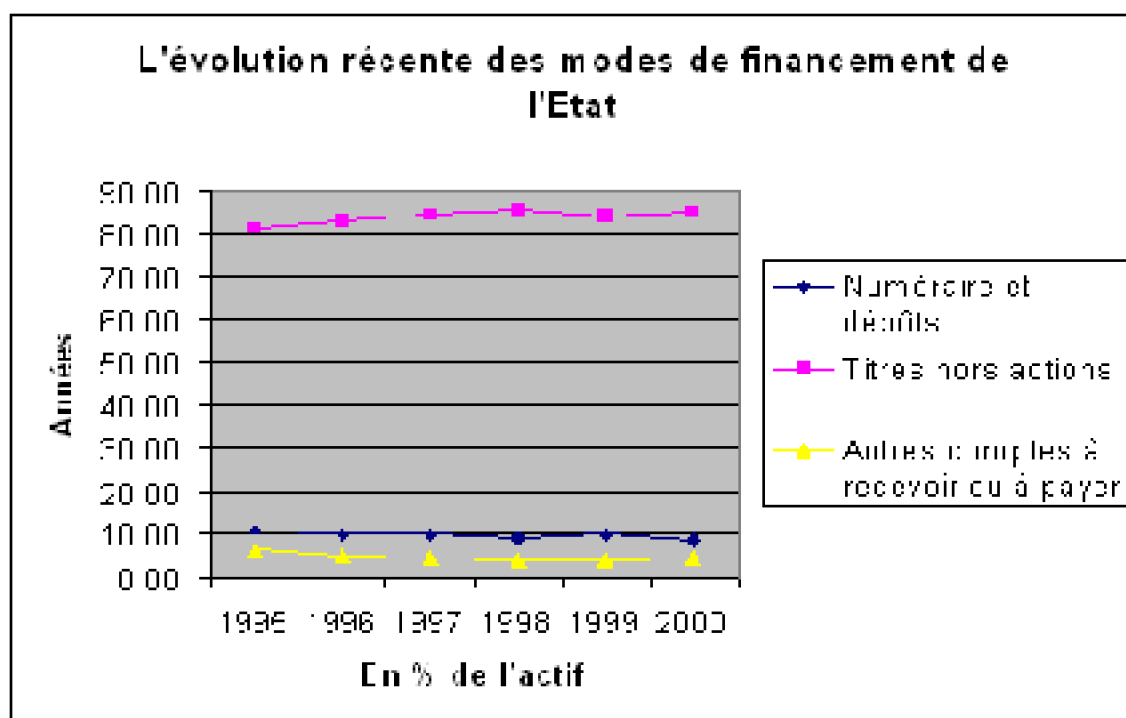
deux années plus tard en 1984. A cette date, les seules obligations enregistrent des montants proportionnellement (mais aussi en valeurs absolues) supérieurs aux sommes cumulées des ressources collectées sous formes de bons du Trésor négociables et d'obligations en 1976 (avec respectivement 28,91 % versus 24,26 % du passif de l'Etat). Cette période (1982- 1984) qui était une période de crise (faible croissance et montée des déficits) correspond, il est vrai, au lancement de la stratégie de rigueur et de désinflation. Outre l'abandon progressif de la création monétaire sans contrepartie et la baisse des dépenses publiques, cette nouvelle option consiste à mettre en œuvre un financement sain de la dette qui ne prenne pas uniquement la forme de prélèvements directs ou indirects. Ceux-ci sont jugés contraignants et discrétionnaires, tant pour les épargnants que pour les entreprises. Une fiscalité lourde et pénalisante peut même provoquer une fuite des capitaux et/ou délocalisation des investissements.

Par ailleurs, comme ces émissions ont coïncidé avec l'expansion et la revitalisation des marchés de capitaux français, facteur d'approfondissement de la demande de titres, leur offre n'a pas cessé de croître, confirmant si besoin était une réelle évolution structurelle des modes de financement de l'Etat. Ainsi, hormis le léger ralentissement de 1986-1987, dû, entre autres, au contre choc pétrolier et aux recettes des privatisations, ces émissions n'ont cessé de croître. En 1990, 40 % du budget de l'Etat étaient financés par obligations. Trois années plus tard alors qu'on était au plus fort de la crise monétaire européenne, ce sont 50 % des ressources de l'Etat qui étaient collectées sous forme obligataire. En tenant compte des bons du Trésor négociables, ce sont 75 % des recettes de l'Etat qui sont obtenues par appel public à l'épargne. A l'inverse, le comportement vertueux du trésor (création monétaire contrôlée depuis l'indépendance de la Banque de France), s'est traduit par un net recul des disponibilités monétaires (Moyens de paiement, monnaie interbancaire et autres liquidités) dans le passif de l'Etat. Celles-ci ne représentent guère plus de 17 % de ce passif, étant donné que les bons du Trésor négociables ne font pas partie des liquidités assimilées à de la quasi-monnaie et prises en compte dans le suivi de la progression de la masse monétaire puisqu'ils n'appartiennent à pas l'agrégat M3 (mais à M4-M3). Soumis au contrôle des autorités monétaires, le nouveau mode de financement de la politique budgétaire se poursuit et se consolide. En 1997, ce sont désormais 81,6%, des recettes publiques qui sont collectées sur les marchés financiers. Cette tendance se confirme voire même se renforce ces dernières années comme l'indique les données des nouveaux T.O.F

2) L'évolution récente du financement du budget de l'Etat

a) Les principales sources de financement

Comme l'indique le graphe n° 5 ci-dessous, l'endettement sur les marchés de capitaux demeure, en dehors de la fiscalité, la principale source de financement de l'Etat (80 à 85 % du passif). Le reste des ressources provient des dépôts non transférables (10%), qui constituent la quasi-totalité du poste numéraire et dépôts, et des autres comptes à recevoir ou à payer (entre 4 à 6,6% de ce même passif). Ce dernier compte est composé essentiellement des décalages comptables.

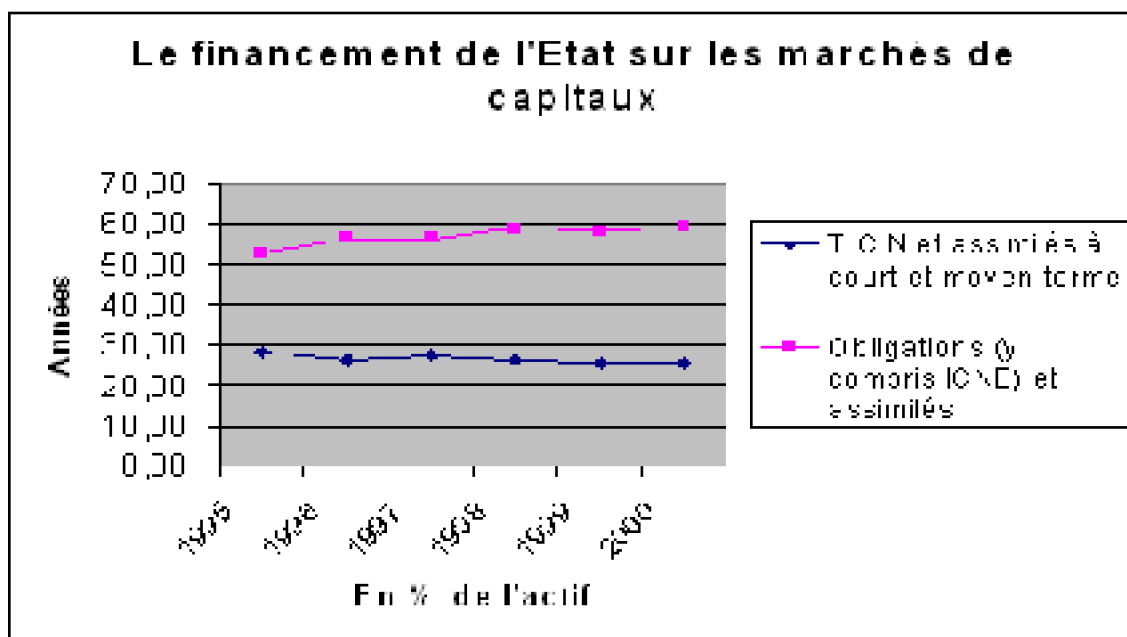


Graphe n°5

Source : Données extraites des T.O.F en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

Ces données récentes consacrent on ne peut plus clairement la fin du financement monétaire de la dette publique. Avec moins de 5% des ressources collectées ces quatre dernières années, l'apport des décalages comptables au financement de l'Etat est désormais deux fois moins important qu'il y a dix ans et quatre fois plus bas que lors de la décennie soixante-dix (lorsque leurs poids relatif culminait à près de 20%). Ces données récentes confirment bien le caractère structurel du processus de modernisation de la gestion de la dette publique entamé depuis près de dix huit années. Outre l'érosion, déjà signalée des ressources traditionnelles (moyens de règlement en franc, autres liquidités, crédits à court terme...) on constate un endettement croissant du Trésor public sur les marchés de capitaux. Ainsi, même les ressources à court ou moyen termes sont majoritairement collectées sur les marchés monétaire et financier.

b) Le poids actuel de l'Etat sur les marchés de capitaux



Graphes n°6

Données extraites des T.O.F en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

Comme on pouvait l'anticiper, la présence de l'Etat sur les marchés de capitaux continue encore de progresser même si le taux de croissance de ces émissions de titres et de la part relative de ces dernières dans le financement total ne se fait pas au même rythme exponentiel que dans les années 1984-1995. A la fin 2000, 84,6 % de l'encours de la dette publique est financée sous forme de valeurs mobilières. Cependant, les titres courts progressent plus que les titres longs. Cela s'explique par des opérations dites de « gestion active » de la dette de l'Etat qui se traduisent simultanément par de fortes émissions de BTF et des rachats de titres à moyen et long terme³⁰¹. Selon le rapport du Conseil National du Crédit et du Titre, ces interventions ont contribué à réduire la durée de vie résiduelle de la dette négociable de l'Etat qui s'élève à six ans et soixante jours à fin 2000 contre six ans et environ cent jours à fin 1999 (CNCT, 2000). Pour autant, les titres à moyen et long terme continuent d'être le vecteur privilégié du financement de l'Etat. Ils totalisent 59,1% de son endettement total soit plus du double des montants levés par le biais de titres courts dont la contribution atteint 25,5 % de cet endettement à la même date.

Au-delà de ces explications, l'enseignement majeur de ces évolutions est la signification qu'on peut donner à cette situation. Le fort endettement du Trésor public sur les marchés traduit en théorie une caractéristique importante du modèle de l'économie de marchés par opposition à l'économie d'endettement où le Trésor est traditionnellement faiblement endetté. Incontestablement, le financement du budget de l'Etat a connu une grande évolution. Dès lors, on peut se demander ce qui sous-tend ces nouveaux modes

³⁰¹ L'accroissement des recettes fiscales consécutif à la forte croissance de l'économie de ces dernières années (1997-2000) permettant ces opérations de rachat qui visent à réduire le stock de la dette publique en dessous de la norme de 60% du PIB fixée par le traité de Maastricht.

d'endettement et leurs répercussions sur le financement de l'économie.

3) Dette publique et financement de l'économie

a) Quelques repères théoriques

Les développements précédents nous ont permis de voir que la gestion des déficits publics, en particulier le budget de l'Etat, figurent parmi les facteurs les plus importants des mutations financières survenues ces deux dernières décennies en France. Dans un contexte caractérisé par la juxtaposition d'un climat de désinflation avec des taux d'intérêt réels élevés et une faible croissance³⁰², la demande de titres du Trésor a fortement augmenté contribuant ainsi à l'essor de la place financière de Paris. Cela témoigne de la crédibilité qu'accorde le marché à la nouvelle stratégie de franc fort et de son corollaire d'inflation maîtrisée des autorités. Pour autant, on ne doit pas oublier que cette progression est également un phénomène d'offre liée principalement au creusement structurel des déficits publics. En 1998, la dette publique représente en France 60 % du PIB contre seulement 20 % en 1980³⁰³. Or, on doit savoir que le marché éprouve des sentiments ambivalents à l'égard de la multiplication de ces émissions. D'une part, il les appelle de ces vœux, conscient du rôle exemplaire que seul l'Etat peut tenir sur le marché, du fait de sa taille et de la qualité de sa signature. D'autre part, il les craint, redoutant les conséquences que peuvent avoir sur ses structures ou ses ressources l'intervention de ce puissant agent. La crainte est en effet permanente de voir l'Etat exercer sur le marché un effet déstabilisateur. Celui-ci peut alors prendre la forme d'une éviction sur les autres actifs privés notamment à la suite d'une tension sur les taux d'intérêt.

Certes, sur ce dernier point, le débat théorique n'est pas définitivement tranché. Avant les développements de la théorie macroéconomique de ce dernier quart de siècle³⁰⁴, on admettait généralement, quel que soit l'environnement économique, que les déficits publics conduisaient à une augmentation du taux d'intérêt domestique, en économie fermée comme en économie ouverte dès lors que les marchés internationaux de capitaux n'étaient pas parfaitement intégrés³⁰⁵.

³⁰² Ce contexte est en effet exceptionnel pour les investisseurs averse au risque puisqu'il leur permet une rentabilité non négligeable pour un niveau de risque relativement bas. *A contrario*, la faiblesse de la croissance mondiale en général et européenne et française en particulier diminue la visibilité sur les profits futurs des entreprises rendant ainsi l'investissement en actions peu attractif.

³⁰³ Ministère de l'Economie des Finances et de l'Industrie, (2000), « Déterminer le niveau optimal de la dette publique », *Problèmes économiques*, n°2691, p.8

³⁰⁴ Avec l'apparition des courants de la nouvelle économie classique (N.E.C) et des nouveaux keynésiens (N.E.K) qui construisent leurs modèles sur de nouveaux fondements microéconomiques.

³⁰⁵ Dans le cas d'une économie fermée, le phénomène de la trappe à liquidités peut limiter l'ampleur d'une baisse escomptée des taux à la suite d'une injection de liquidités pour relancer l'économie.

Pour les monétaristes, l'éviction des investissements et/ou des exportations, par la hausse du taux d'intérêt et l'appréciation du taux de change, compense exactement l'effet expansionniste du déficit budgétaire, alors que pour les keynésiens, cette éviction n'est que partielle. La théorie de l'équivalence Ricardienne quant à elle, remet même en cause l'effet du déficit budgétaire sur les taux d'intérêt. On considère en effet que le financement par emprunt de la dépense publique s'accompagnerait d'une augmentation équivalente de l'épargne privée dans l'anticipation d'un remboursement futur (du principal et des intérêts) de la dette publique accumulée. Partant de la certitude qu'à dépense publique constante, moins d'impôts aujourd'hui, signifie plus d'impôts demain, les agents privés seraient alors suffisamment rationnels pour modifier en conséquence leurs comportements de consommation et d'épargne. Par conséquent, le résultat est une invariance de l'épargne nationale, somme de l'épargne publique et de la désépargne privée, donc une absence d'effet sur les taux d'intérêt. Les études économétriques menées sur la question ne conduisent pas à des résultats convergents³⁰⁶. Pour le cas de la France, A Mathis (1990) conclut au rejet de l'hypothèse d'éviction totale du secteur privé par le secteur public, mais aussi de la proposition d'équivalence Ricardienne. En effet, l'influence sur les taux d'intérêt existe « *l'accroissement de la dette détériore le compte courant par l'intermédiaire de la hausse induite du revenu. Le besoin accru de financement exige pour être satisfait, une augmentation du taux d'intérêt* » (MATHIS.A., 1990). Dans le même ordre d'idées, cette augmentation des dépenses publiques serait inefficace voire même contre-productive. La théorie du revenu permanent (Friedman, 1957) nous enseigne en effet, que la hausse des revenus engendrée par l'accroissement de ces dépenses n'aura aucun effet sur la relance de la consommation privée et donc sur les décisions d'investissement des entrepreneurs. Etant rationnels, ces agents considéreront cette hausse de leurs revenus comme un phénomène transitoire. Or, leurs décisions de consommation et d'épargne sont construites sur la base de leur revenu permanent ce qui les amène plutôt à constituer une épargne de précaution en prévision du remboursement futur de la dette de l'Etat. Même si l'on prend en considération un horizon temporel fini, comme le fait la théorie du cycle de vie³⁰⁷ développée en 1954 par R. Brumberg et A Modigliani, les analyses sont similaires et aboutissent souvent à relativiser les effets supposés de la dépense publique. Si la consommation n'est plus fonction du revenu courant, la relance de l'activité économique par la distribution de revenus supplémentaires avec effet multiplicateur perd son efficacité.

Avec de nouveaux arguments, empruntés à la théorie des jeux non coopératifs et à l'hypothèse d'anticipations rationnelles, la critique de l'action interventionniste et discrétionnaire de l'Etat, est accentuée par les théoriciens de la nouvelle macroéconomie classique. En appliquant l'hypothèse d'anticipations rationnelles à la courbe de Phillips, T.Sargent et N.Wallace (1975) affirment par exemple qu'une politique monétaire systématique est sans effet sur la production et l'emploi. Alors que Friedman admettait qu'à court terme les agents puissent être victimes de l'illusion monétaire et que le

³⁰⁶ Mathis A., (1990), Endettement public et taux d'intérêt : une étude empirique, *Observations et Diagnostics Economiques*, n°30, janvier, p.122

³⁰⁷ L'horizon temporel considéré ici est limité à la durée de vie du consommateur.

chômage baisse temporairement suite à une hausse de l'inflation, la nouvelle formulation de Sargent et Wallace exclut même cette éventualité. Les agents rationnels ne pouvant être surpris par des événements qui se reproduisent systématiquement ou par des politiques qui se reproduisent de manière uniforme ³⁰⁸, une politique monétaire systématique ne peut engendrer que de l'inflation attendue, et n'a donc aucune influence sur le niveau de l'emploi.

Plus fondamentalement, la prise en compte des anticipations rationnelles des agents conduit à regarder l'action de l'Etat sous un angle nouveau. On se situe dans le cadre d'un jeu non coopératif dans lequel les choix des uns constituent des contraintes pour les autres et où les problèmes d'information et d'anticipation comportent nécessairement un caractère stratégique. Du fait des instruments qui sont à sa disposition (politiques monétaire et budgétaire), l'Etat est un joueur stratégique. Cependant, la rationalité des comportements agents privés qui les conduit à formuler des réponses optimales à l'évolution de leur environnement annihile le bénéfice de toute action publique discrétionnaire. Dans la mesure où la crédibilité la politique de l'Etat est jugée sur une longue période, une déviation aux règles en tant que réponse aux évolutions conjoncturelles se traduit inéluctablement par une inefficience de son action inter temporelle ³⁰⁹ (Kydland F. et Prescott E., 1977, Barro R. et Gordon D., 1983). Le gouvernement qui ne joue plus seul contre la nature, avec des agents privés inertes, doit donc tenir compte des anticipations de ces deniers et de leurs facultés de réaction avant toute élaboration de sa politique économique. L'influence des investisseurs non-résidents aidant, on comprend mieux que les autorités aient fondamentalement changé leur approche de la gestion de la dette publique.

b) Une nouvelle gouvernance de la dette

Dans le processus de la marchandisation de la dette de l'Etat, le sens de l'action des pouvoirs publics ne peut être pleinement saisi sans la prise en compte d'un acteur privé important, à savoir les investisseurs étrangers. A titre indicatif, nous devons commencer par préciser que, de par la taille de son bilan (au sens du T.O.F), cet agent dispose d'une surface financière supérieure à celle de n'importe quel investisseur institutionnel hexagonal, y compris le plus important d'entre eux, le secteur bancaire. Le tableau n°6 suivant qui donne la taille de l'actif financier de trois principaux agents, à savoir les non-résidents, les institutions financières et les sociétés d'assurance entre 1995 et 2000

³⁰⁸ Ce résultat peut être résumé par la boutade selon laquelle « on ne peut tromper tout le monde toutes les fois ».

³⁰⁹ L'exemple de la réaction d'un gouvernement devant une prise d'otages illustre bien l'incohérence des politiques temporelles optimales. Dans cet exemple la position de principe (et officielle) des gouvernements est de ne jamais négocier avec les terroristes. Or devant les drames humains que constituent les prises d'otages d'enfants, de femmes et de personnes âgées, les autorités concèdent toujours quelques concessions aux terroristes afin pensent-ils d'épargner des vies humaines innocentes. Anticipant cette position, les terroristes recourent souvent à ces prises d'otages pour faire aboutir ou du moins faire passer leurs revendications, n'accordant ainsi que peu de crédit à la position officielle. De ce fait, la position des autorités consistant à sauver des vies humaines paraît optimale dans l'immédiat mais le décrédibilise d'où cette incohérence temporelle. Cette incohérence peut alors être applicable aux politiques économiques discrétionnaires.

l'illustre parfaitement. L'encours d'actifs des non-résidents qui investissent en France représente systématiquement le double de celui des sociétés d'assurance. Plus important encore, l'encours des actifs de toutes les sociétés financières françaises (banques, CDC et Caisses d'épargnes, OPCVM, autres établissements de crédit, ...) telles qu'elles sont identifiées dans la nouvelle nomenclature des T.O.F (S12A), n'excède pas 3,3 fois la somme des actifs détenus par ces institutionnels non-résidents. Avec l'arrivée de nouveaux investisseurs étrangers et l'implication croissante de ceux qui sont déjà présents, l'écart ne cesse de se creuser en faveur de cet agent. Avec 2505,35 milliards d'euros, l'encours d'actifs des non-résidents représente en 2000 la moitié du stock d'actifs des sociétés financières (S12A) et 2,5 fois celui des assureurs.

Tableau n° 5 : Taille du bilan (au sens du TOF) de quelques investisseurs institutionnels En milliards d'euros

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Non-résidents	599,75	1119,92	1371,63	1612,19	2225,86	2505,42
Sociétés d'assurances	489,74	581,56	697,55	786,61	918,19	996,32
Sociétés financières (hors assurances)	3194,37	3386,61	3724,13	4010,13	4672,88	5009,55
Source : Données extraites des TOF en encours, base 95, S.E.S.O.F, Banque de France						

On comprend dès lors toute l'attention que peuvent accorder les autorités économiques en charge de la gestion du budget de l'Etat aux requêtes des institutionnels étrangers. Ainsi, en 2000, pour 10,2 % de leur portefeuille, les non-résident cumulent 256,59 milliards d'euros d'obligations françaises tandis qu'avec 43,8 % de leur encours d'actifs, les assurances ne totalisent que 434,04 milliards d'euros. Enfin, on estime à environ 28 % la proportion de la dette française détenue par les non-résidents vers fin 2000 (Notes bleues de Bercy, février 2001). Cette montée en force des investisseurs étrangers dans le financement de la dette publique française peut être analysée comme la conséquence des actions menées par les pouvoirs publics en vue de donner une nouvelle impulsion au processus de modernisation de la gestion de cette dette. Une agence de la dette est créée. Composée de professionnels en gestion celle-ci vient renforcer les équipes de France Trésor, une autre unité autonome mise en place une année auparavant. Dotée de tous les moyens matériels, humains et financiers adéquats, cette agence a pour mission d'instaurer une véritable gestion dynamique de la dette. Il s'agit de saisir systématiquement toutes les opportunités en vue de diminuer le coût de la dette publique. En 2000, cela s'est traduit par un programme de rachat d'une ampleur sans précédent de dix milliards d'euros. En procédant par des opérations d'adjudication à l'envers, l'Etat parvient ainsi à économiser près de 610 milliards d'Euros de charges budgétaires. De telles opérations prennent toute leur importance lorsqu'on sait que le coût du service de la dette est le deuxième poste dans le budget de l'Etat après celui de l'éducation nationale. Parallèlement, à ces aspects techniques, la gestion tend vers plus de transparence. A cet effet, on note la création d'un compte de commerce, qui retrace les produits et les charges des opérations de gestion active, et portant sur :

- les contrats d'échange de devise ou de taux ;
- l'achat et/ou la vente d'options ou de contrats à terme sur titres d'Etat.

En présentant ces opérations selon les règles du plan comptable général des entreprises, ce compte devient plus lisible permettant ainsi aux investisseurs de faire des comparaisons avec d'autres émetteurs. L'ensemble de ces mesures vise à rendre les emprunts français plus attractifs, d'autant plus que depuis la mise en place de la monnaie unique, la concurrence d'autres dettes souveraines de la zone euro devient plus forte. Le défi provient également de l'attrait que peuvent exercer ces emprunts concurrents sur les investisseurs nationaux. Instaurer une gestion active c'est d'abord une manière de saisir les nouvelles opportunités de placement qu'offre cette zone euro. Mais au-delà, il s'agit surtout d'acquérir une crédibilité auprès de tous les investisseurs et sur les différents marchés financiers qui se traduira par une réduction des différentiels de taux avec les dettes d'autres pays industrialisés tels l'Allemagne³¹⁰. Dans une perspective plus large, il peut s'agir d'exporter un savoir-faire dans l'optique d'une gestion intégrée des dettes européennes, facteur favorable à l'internationalisation de l'euro, France Trésor pouvant se présenter à l'occasion comme un prototype d'agence européenne de la gestion de la dette.

Le respect des critères de Maastricht, qui participe de cette stratégie d'ensemble (marchéisation, gestion active, transparence, réduction des déficits, internationalisation, ...) constitue à cet égard un signal de bonne gouvernance de l'Etat en matière de gestion de la dette publique. Ce comportement peut contribuer à renforcer l'attrait de la place financière parisienne et peut avoir un effet de contagion sur certains agents privés, en l'occurrence les entreprises cotées. Car, au-delà du problème d'efficacité de l'action de l'Etat, ce qui nous importe dans le cadre de ce travail est de voir dans quelle mesure l'évolution du niveau et de la structure de financement de la dette publique exerce des effets d'entraînement sur la stratégie financière d'autres agents privés et leurs conséquences sur l'évolution des modes de financement des entreprises. Dans cette perspective, il paraît important d'examiner les placements des investisseurs institutionnels français et étrangers en France afin de déterminer l'évolution de leurs stratégies d'investissement au gré de ces différentes mutations.

II) Les placements des investisseurs institutionnels et des investisseurs étrangers

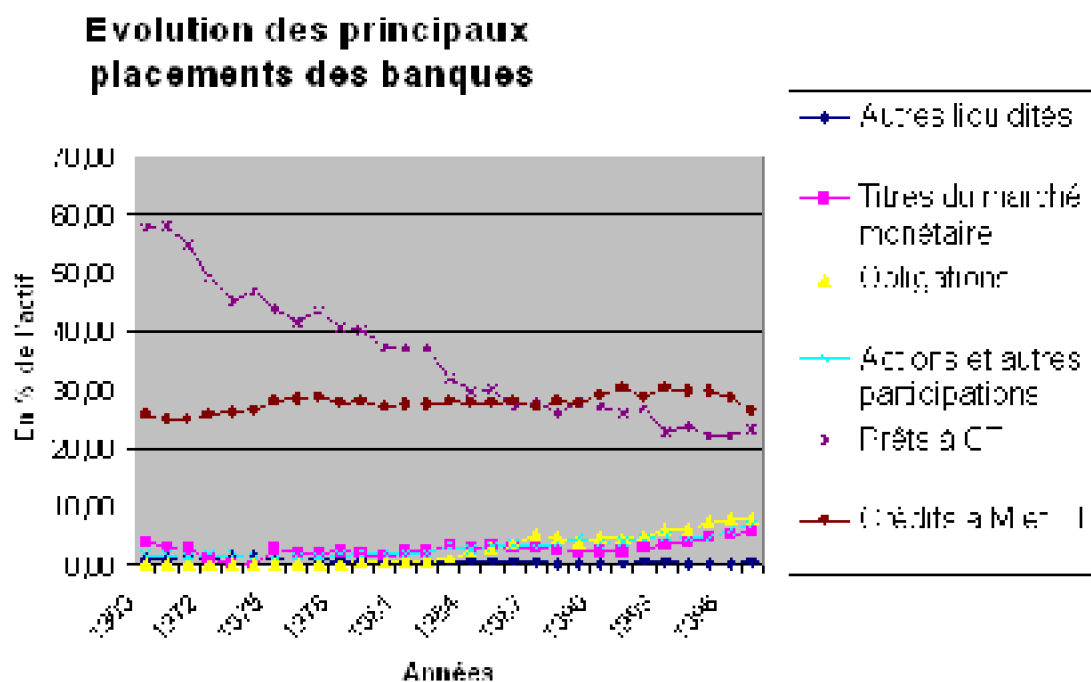
1) les placements des banques

a) Une première vue d'ensemble

L'analyse de l'évolution de l'actif des banques donne des indications intéressantes (cf graphe n°7 ci-dessous). Celles-ci sont d'une part conformes à ce qui a été dit sur les

³¹⁰ En décembre 2000, le taux des obligations à dix ans des trois grands pays de la zone euro était en moyenne de 4,93 % pour l'Allemagne, 5,04 % pour la France et 5,07 % pour l'Italie.

conséquences de la réforme financière. Elles confirment d'autre part, le maintien du poids des banques dans les circuits de financement. Le graphe n°5 montre une large progression des placements bancaires sur les marchés de capitaux. Leur encours en actions et en obligations qui ne dépassait pas 3 % de leur actif (2,9 %) en 1980, passe à 8,7 % avant d'atteindre 15,32 % de leurs engagements³¹¹ en 1997.



Graphe n°7

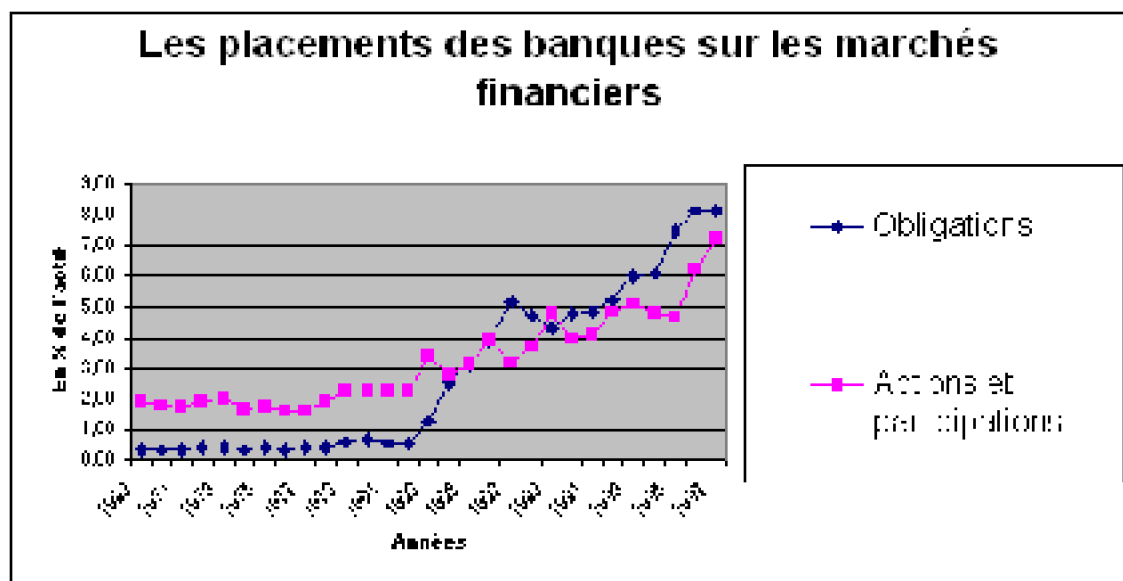
Source : Données extraites des TOF en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

Dans la montée (relative) de ces financements de marchés, on relève une autre évolution structurelle, qui est l'envolée des placements obligataires qui dépassent la part allouée aux actions depuis 1986 (graphe n°8)

b) Les placements des banques sur les marchés financiers

Alors que jusqu'en 1982 la part des actions représentait souvent le double ou le triple des placements obligataires, la tendance s'est progressivement inversée. Ainsi, en 1995, 7,45 % du patrimoine des banques sont investis en obligations contre 4,67 % placés sous forme d'actions. Ce changement de tendance peut être attribué aux mesures prudentielles que les banques ont prises pour limiter leur risque d'insolvabilité et de faillite dans ce nouveau contexte de dérégulation et d'ouverture à la concurrence. Outre leur rendement réel positif, depuis le mouvement de désinflation, les obligations sont des titres moins risqués que les actions.

³¹¹ Il s'agit des engagements au bilan, les T.O.F ne donnant pas d'indications sur les opérations hors bilan.



Graphe n° 8

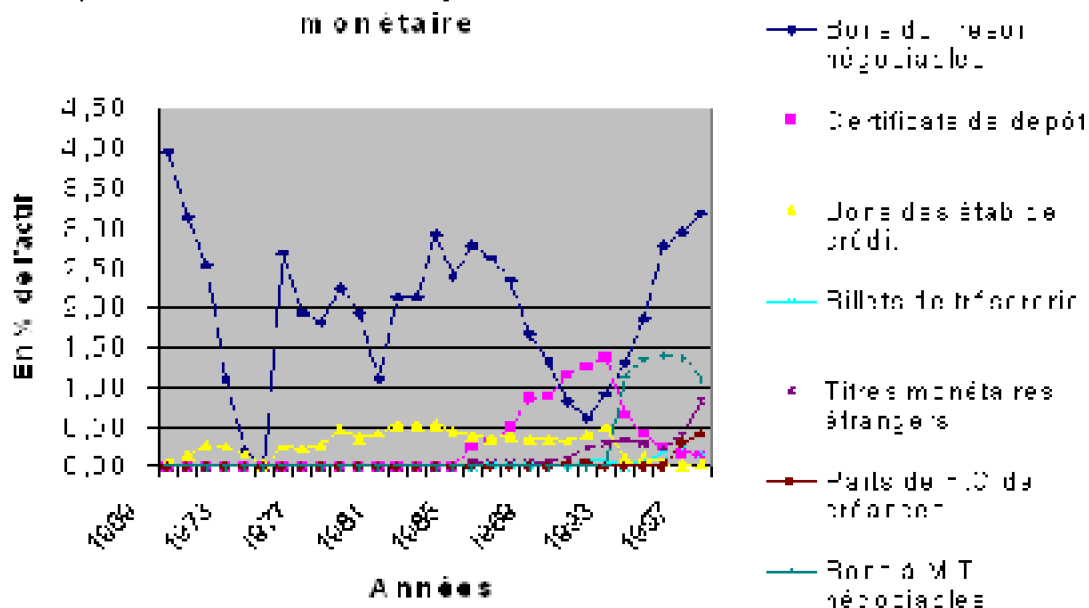
Source : Données extraites des TOF en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

Le développement plus rapide du marché obligataire français, et le début de cession des participations croisées dans les années quatre-vingt-dix expliquent aussi la place plus importante des titres de créance publique dans le portefeuille des banques. Enfin, le contexte des deux dernières décennies caractérisé par la persistance de taux d'intérêts réels élevés n'a pas favorisé l'émergence d'une culture de placements dans les fonds propres et sur les actifs risqués de manière générale parallèlement à la mondialisation des économies. A l'inverse, les banques ont, à l'instar des sociétés d'assurance, développé les produits d'épargne en assurance vie, indexés sur les obligations. Enfin, il faut noter que la part relative des fonds consacrés par les banques aux valeurs mobilières demeure inférieure à celles des autres investisseurs institutionnels. Ainsi, contrairement à ce qu'on pouvait attendre, les placements des banques sur le marché monétaire ne représentent qu'une faible part de leur actif.

c) les placements des banques sur le marché monétaire

Même s'ils sont tous présents dans leur portefeuille, les titres du marché monétaire ne représentent qu'un faible pourcentage des avoirs bancaires (graphe n° 9). La part cumulée des bons de Trésor négociables, billets de trésorerie, certificats de dépôts et les bons à moyen terme négociables (BMTN) dépasse rarement les 5,5 % des engagements bancaires.

Les placements des banques sur le marché monétaire



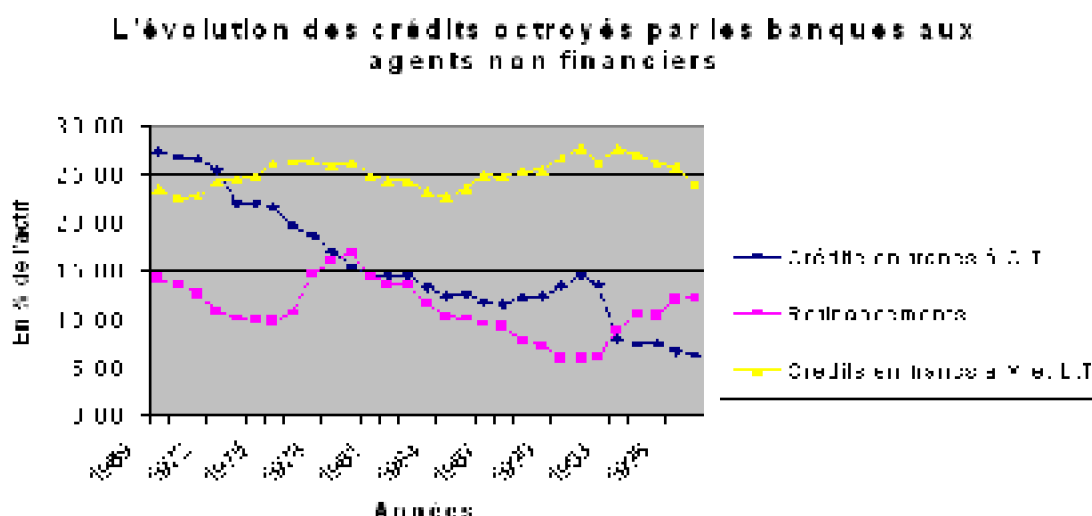
Graphique n° 9

Source : Données extraites des TOF en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

A l'exception notable des Bons du Trésor négociables qui oscillent entre 1 et 3,5% de l'actif des banques et, dans une moindre mesure, des bons à moyen terme, les autres titres du marché monétaire n'occupent qu'une part très marginale des engagements des établissements bancaires. Ainsi, les certificats de dépôt, des actifs pourtant émis par les banques elles-mêmes n'ont connu qu'une faible progression depuis leur création en 1985. Leurs plus hauts niveaux (1 à 1,4 % de l'actif des banques) coïncident d'ailleurs avec les années de tension sur les taux (1992 à 1994), période au cours de laquelle les placements courts offrent des rendements non négligeables. Enfin, le sort réservé aux billets de trésorerie est encore moins enviable dans la mesure où ils ne drainent même pas 0,3 % des ressources bancaires. Cette part très insignifiante traduit l'échec des entreprises à attirer les liquidités du marché monétaire pour couvrir leurs besoins d'exploitation. Elle révèle aussi, l'aversion au risque des banques qui en se portant quasi-exclusivement sur les Bons du Trésor Négociables privilégient la sécurité à la rentabilité. Cependant, l'intervention des banques sur les marchés financiers (et leur adaptation au développement de l'intermédiation du marché) ne les a pas détournés de leur activité principale qu'est l'octroi de crédits.

d) Une baisse des crédits bancaires de court terme

Comme l'indique le graphique n° 10 ci-après, les crédits, toutes maturités confondues, représentent une large part des engagements des banques.



Graphe n° 10

Source : Données extraites des TOF en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

La somme cumulée des prêts à court à moyen et long terme et des crédits de refinancement octroyés par les banques aux agents non financiers dépasse structurellement 45 % de leur actif. Cependant, cette part atteignait, voire dépassait les 55 % dans les années soixante-dix avant de baisser de 10 % en moyenne (à 45 % environ) dans les deux décennies suivantes. En plus du renversement brutal du rythme de croissance des économies de l'OCDE, consécutif aux chocs pétroliers et à l'inflation sous jacente depuis la seconde moitié des années soixante-dix, cette baisse des prêts s'explique par le développement de formes alternatives d'investissement, en l'occurrence les placements de marché. En outre, lorsqu'on examine de près l'évolution de ces crédits, on relève une certaine inversion, ou du moins une profonde modification, de leur structure. Celle-ci apparaît à travers la nette décline des prêts à court terme. Cela s'explique par l'amélioration de la situation des entreprises qui recourent moins aux découverts, par la restriction du crédit bancaire³¹², et par l'attrait des placements de marché pour les banques qui doivent également faire face à la montée des coûts de leur ressources. D'ailleurs la suppression en 1986 de l'encadrement du crédit ne s'accompagne pas d'une envolée durable de ce type de financement, hormis le léger redressement des prêts à moyen et long terme. Les crédits à moyen et long terme demeurent donc à un niveau appréciable. Ceci constitue la traduction concrète du rôle encore très important des banques dans le financement de l'économie de manière générale et des petites et moyennes entreprises en particulier. L'observation de l'évolution des crédits bancaires nous fournit deux autres indications :

- après le krach boursier de 1987, les crédits accordés aux agents non financiers s'orientent à la hausse. Les crédits commerciaux à court terme enregistrent à l'occasion le premier coup d'arrêt au mouvement de baisse qu'ils connaissent, de manière ininterrompue, depuis 1975. Que cela survienne après une crise des

³¹² La procédure du crédit administré étant encore en vigueur jusqu'en 1986.

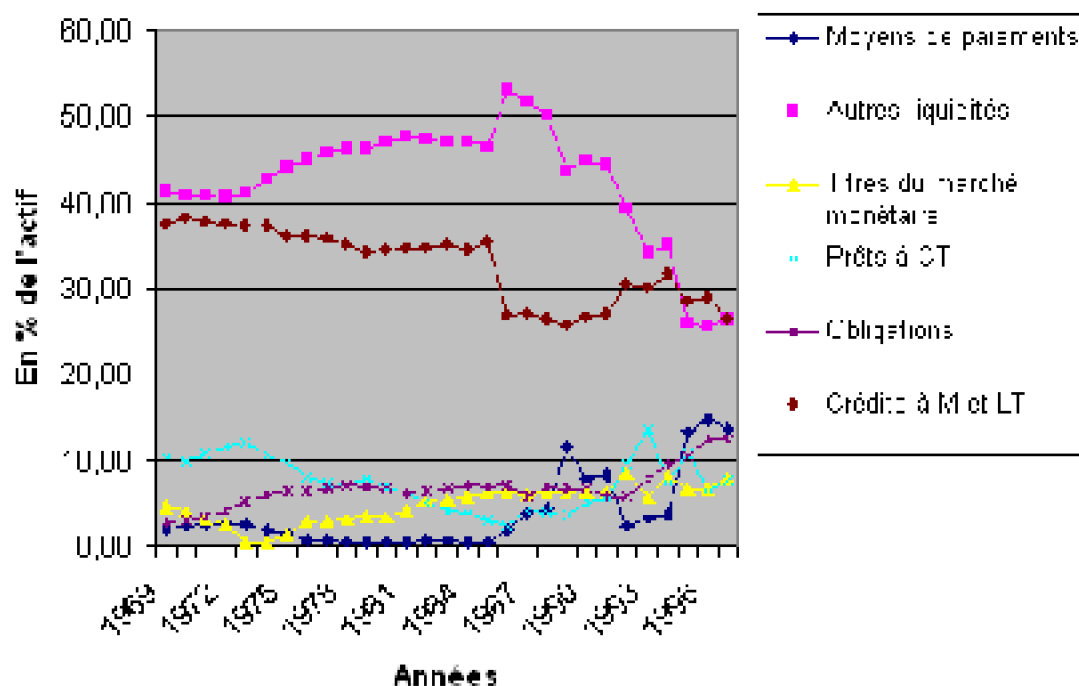
marchés financiers n'a rien d'extraordinaire. Néanmoins, on peut se demander si les crédits bancaires et les titres ou valeurs mobilières constituent pour les entreprises françaises des modes de financements alternatifs ou complémentaires. Même si la réponse passe par l'examen de la structure du passif des entreprises - objet de la section n° 2 – nous pouvons avancer que, nonobstant les nombreuses petites et moyennes entreprises qui ne sont pas cotées, le rôle des marchés financiers n'est que d'un apport limité pour certaines entreprises qui y recourent. Les faibles fluctuations – voire la stabilité – des crédits à moyen et long terme et le caractère non brutal de l'érosion des prêts à court terme, en dépit de la concurrence et de la marchandisation des conditions de prêt, révèlent en effet la faible corrélation, dans une certaine mesure, entre ces sources de financement que sont le marché et la banque ;

A partir de 1991, on note une nouvelle baisse légère de tous les prêts bancaires. Celle-ci intervient dans un contexte de crise économique et de fléchissement de l'activité. Jusqu'en 1996, le taux de croissance moyen de l'économie française ne dépasse guère les 2 % alors que parallèlement, les taux d'intérêt réels demeurent élevés. Cela se traduit d'ailleurs par une envolée des placements en titres monétaires publics, Bons à moyen terme et Bon du Trésor Négociables, devenus très rémunérateurs (cf graphe n° 9). Cette tension profite également aux obligations dont l'encours double en l'espace de huit ans entre 1989 et 1997. Cependant, ce qui peut être surprenant est la progression de l'encours des banques en actions, ces titres reproduisant quasiment la même évolution que celles des obligations puisque de 4,8 % (4.31 % pour les obligations) en 1989, leur part dans le bilan des banques atteint les 7.2 % en 1997 (8.12 % pour les obligations). Ainsi, ni la tension sur les taux, ni la guerre du Golf et leur corollaire, une faible croissance n'ont empêché la progression des placements bancaires en actions, contrairement à l'évolution des crédits. Pour autant cela ne peut être attribué à une modification radicale des modes de financement eu égard aux montants relativement limités consacrés aux placements en fonds propres. En revanche, cette évolution participe d'une adaptation des banques à l'évolution du contexte et notamment la diversification de leurs placements et de leurs ressources pour améliorer leur rentabilité. D'autres intermédiaires financiers tels la Caisse des Dépôts et Consignations et les Caisses d'Epargne, qui présentent pourtant un profil un peu différent, orientent leur stratégie dans le même sens

2) Les placements de la CDC et des Caisses d'Epargne

a) Les principaux placements de la CDC et des Caisses d'Epargne

Les principaux placements de la CDC et des Caisses d'Epargne



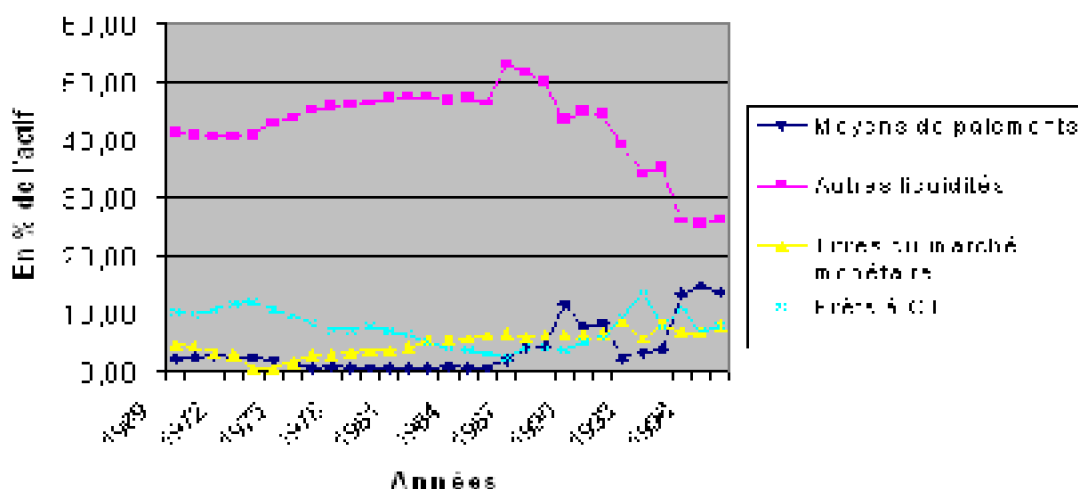
Graphe n°11

Source : Données extraites des TOF en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

L'évolution des postes de l'actif des Caisses d'Epargne et de la Caisse des Dépôts et Consignations n'a pas connu de très grands bouleversements (graphe n° 11) hormis peut être la nette décreue du poste autres liquidités (qui regroupe essentiellement les comptes d'épargne, les différentes formes d'épargne contractuelle, les placements à vue et échéance, ...). Cependant, cette évolution ne doit pas occulter le fait qu'à l'inverse des placements liquides et/ou garantis, les placements risqués occupent une place relativement marginale dans le portefeuille de ces caisses.

b) Nette érosion des placements liquides traditionnels de la CDC et des Caisses d'Epargne

Les placements courts de la CDC et des Caisses d'Epargne



Graphique n° 12

Source : Données extraites des TOF en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

Le premier changement structurel qu'on relève dans la composition de l'encours des placements court terme de la Caisse des Dépôts et Consignations et des Caisses d'Epargne est la nette décreue du poste autres liquidités³¹³. De 47,6 % de leur actif dans les années quatre-vingt, l'encours de liquidité ne compte « plus » que pour 25 à 26 % de ce même actif depuis 1995. Cette proportion élevée de liquidités dans le portefeuille de la CDC et des Caisses d'Epargne tient d'abord à la nature même des ressources de ces établissements, constituée avant de tout d'une épargne contractuelle non risquée. Il y a à cet égard une certaine symétrie entre le passif et l'actif de ces caisses (en particulier les Caisses d'Epargne). La prépondérance des dépôts à vue ou à terme des ménages dans les comptes des Caisses d'Epargne conduit ces dernières à privilégier la liquidité pour une partie non négligeable de leurs engagements. Partant de là, peut-on alors considérer la nette régression de ce poste comme une nouvelle orientation dans la stratégie d'investissement de la CDC et des Caisses d'Epargne. *A priori* cette hypothèse n'est pas la plus plausible dans la mesure où d'autres placements à court terme, jusque là marginaux, tels que les titres du marché monétaire et les moyens de paiement voient leur encours progresser. Pour autant, il n'est pas exclu que cet investisseur ait adapté sa stratégie à l'évolution du contexte économique-financier et notamment la dérégulation des activités financières (fin de l'encadrement du crédit) et le développement des divers compartiments du marché de capitaux. Ainsi, le recul de l'inflation puis la baisse des taux d'intérêt ont rendu ces placements moins attractifs par rapport à d'autres investissements. En 1995, les autres liquidités s'effondrent littéralement pour revenir à 25,9 % de l'actif de

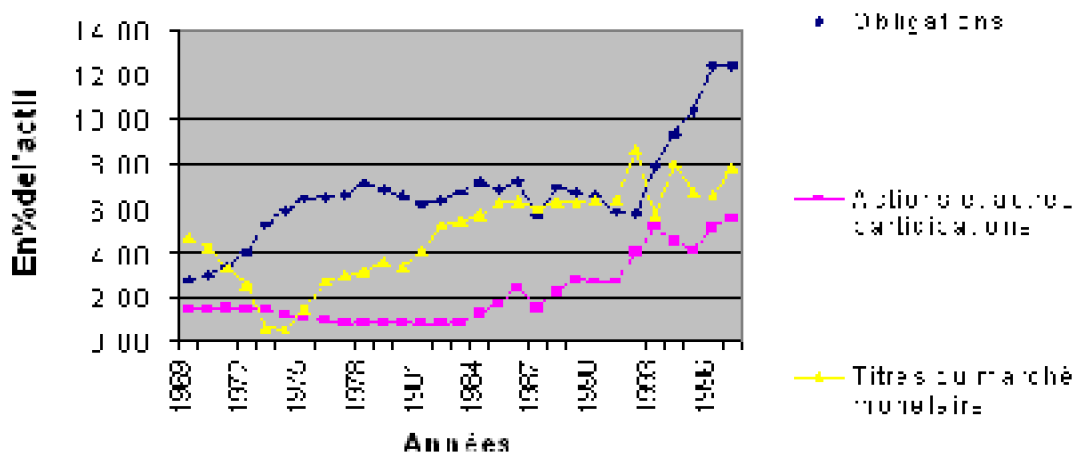
³¹³ Dans la nomenclature des TOF, base 1955, le poste autres liquidités regroupe les différents comptes d'épargne, des placements à vue à l'épargne contractuelle en passant par les placements à échéance, auxquels s'ajoutent les autres dépôts non transférables ainsi que les comptes en devises et en francs de correspondants financiers.

la CDC et des Caisses d'Epargne contre 35,2 % une année auparavant. Pour autant la validation de la thèse du redéploiement de la stratégie d'investissement de cet intermédiaire financier nécessite l'examen de l'évolution de ses autres placements (hormis les placements courts).

c) Les investissements de la CDC et des Caisses d'Epargne sur les marchés de capitaux

Le graphe n°11 ci-dessous montre bien qu'à l'instar des autres agents, la CDC et les Caisses d'Epargne ont augmenté la part de leurs placements sur les marchés financiers et monétaires. Le cumul des ressources consacrées aux valeurs mobilières que sont les actions et autres participations, les obligations et les titres du marché monétaire passe d'une fourchette allant de 7.5 % à 11 % des encours de l'actif dans les années soixante-dix, et la première moitié des années quatre-vingt à un niveau oscillant entre 17,25 % et 25.6 % de ce même actif dans les années quatre-vingt-dix. De même, l'encours de chaque catégorie de valeurs mobilières a pratiquement doublé en 1996 et 1997 par rapport à leurs niveaux des décennies précédentes. En dépit de cette progression, les engagements en valeurs mobilières même à leur plus haut niveau ne totalisent que 25 % de l'actif soit à peine l'encours des seules liquidités. L'écart se creuse d'avantage lorsqu'on compare les ressources consacrées aux actions et aux obligations par rapport à l'ensemble des placements courts avec respectivement 10 % et 50 % de l'actif du portefeuille de la CDC et des Caisses d'Epargne.

Les placements de la CDC et des Caisses d'Epargne sur les marchés de capitaux



Graphe n°13

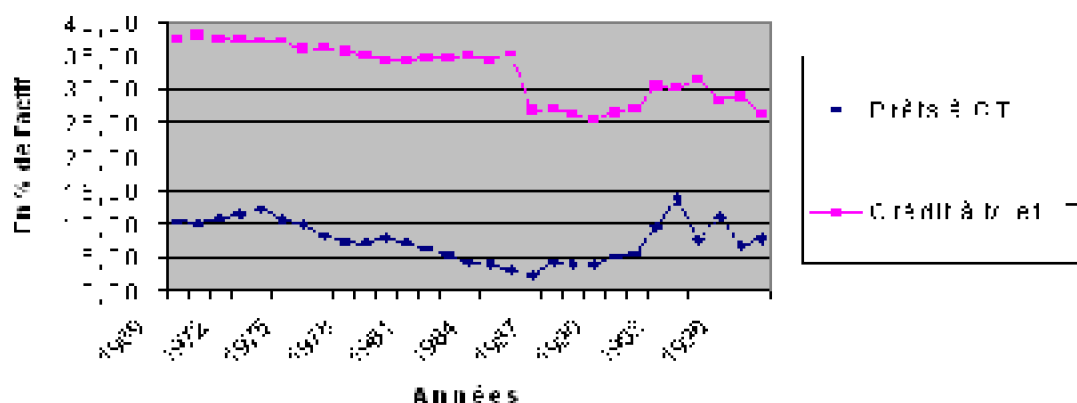
Source : Données extraites des TOF en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

Il est par conséquent clair que cette relative progression des financements marchands est loin de traduire une rupture dans la stratégie financière de la CDC et des Caisses d'Epargne. D'ailleurs, dans les placements effectués sur les marchés de capitaux, la part des actions n'atteint même pas l'encours des titres du marché monétaire. Avec au mieux moins de 6 % de leur patrimoine détenue sous forme d'actions, la CDC et

les Caisses d'épargne reproduisent le comportement d'autres institutionnels français en matière d'allocation d'actifs, avec une stratégie basée avant tout sur une forte aversion au risque. Or par rapport à l'implication de la CDC dans les pôles financiers de l'hexagone et à sa participation à de nombreux noyaux durs cette situation peut *a priori* paraître paradoxale. Cependant, il n'en est rien. D'une part, le niveau de ces participations est souvent réduit et prend rarement le caractère de placement stratégique³¹⁴, d'autre part et à l'inverse de la CDC, les Caisses d'Epargne n'ont pas la réputation d'être un investisseur actif sur les marchés financiers, leur profil étant plutôt proche de celui des établissements de crédit. Ce n'est d'ailleurs pas étrange si cette forme de financement, caractérisée par la prédominance des financements de taux (crédit et titres obligataires) occupe encore une place importante dans l'activité de cet agent.

d) Importante place du crédit au sein de la CDC et des Caisses d'Epargne

L'évolution de l'activité de crédit de la CDC et des Caisses d'Epargne



Graphique n° 14

Source: Données extraites des T.O.F en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

En dépit d'une certaine érosion, l'encours de crédit occupe une place importante dans l'actif de la CDC et des Caisses d'Epargne. De 47 % au début des années soixante-dix, ce volume de crédit concourt encore à hauteur de plus de 35 % des engagements de cet intermédiaire financier non bancaire (IFNB) au milieu de la décennie quatre-vingt-dix. En consacrant structurellement au moins 26 % de leurs ressources aux crédits à long terme, la CDC et les Caisses d'Epargne peuvent toujours se prévaloir de leur « *vocation de prêteurs à long terme* » (REYNAUD G., 1989). Pour autant, le différentiel par rapport aux décennies précédentes est peut être le signe du recul de la forme traditionnelle de l'intermédiation (intermédiation de bilan). L'examen du taux

³¹⁴ D'où de nombreuses participations inférieures à 5 % du capital. Ce niveau n'est dépassé que dans le cas d'entreprises de taille moyennes à capitalisation relativement faible. Nous avons montré dans le chapitre précédent que les mécanismes de défense auxquels est souvent associée la CDC sont plus basés sur l'alliance avec les autres membres des noyaux durs à travers les schémas de participations circulaires ou de congolérats et non sur des apports conséquents en fonds propres.

d'intermédiation au sens étroit, publié dans le rapport annuel du Conseil National du Crédit et du Titre (C.N.C.T) montre que celui-ci ne s'établit plus qu'à 43,2 % en 2000 contre 56,2 % en 1993 qui était lui-même en recul par rapport aux années quatre-vingt. Néanmoins, on peut déplorer que cette mutation ne se traduise pas par un apport conséquent en fonds propres pour les entreprises françaises. Cette orientation est d'autant plus préjudiciable, que l'économie française ne dispose pas de fonds de pension capables d'accompagner les entreprises dans leur quête de nouvelles parts de marché et/ou dans leur lutte pour la préservation de leurs positions acquises dans une économie mondialisée où les défis sont sans cesse plus grands.

Tableau n° 6 : Classement des intermédiaires financiers français selon taille de leur actif financier (au sens du T.O.F)

	Banques	CDC et Caisses d'Epargne	OPCVM	Compagnies d'assurance
1990	8670903	3180988	2016190	1346701
1991	8748011	3288491	2327803	1554630
1992	9558945	2858011	2597750	1810785
1993	10295407	3156044	2996572	2346882
1994	10393251	3089024	2935923	2443031
1995	10750991	3478140	2737785	2969994
1996	11096988	3508788	3001645	3691518
1997	12379226	3922820	3177596	
Source : Données extraites des T.O.F en encours, S.E.S.O.F, Banque de France				

Devant cette lacune, la CDC et les Caisses d'Epargne peuvent jouer un rôle d'autant plus important qu'en matière de taille de bilan elles se situent juste derrière les banques, bien avant les OPCVM et les compagnies d'assurance (hormis en 1996)³¹⁵.

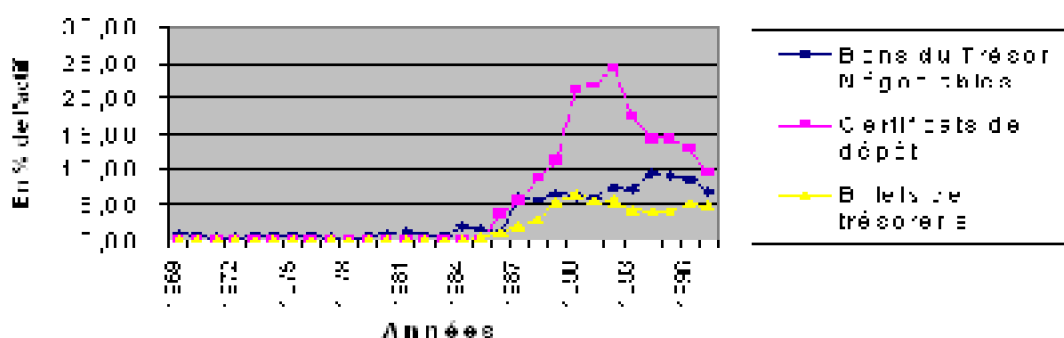
3) Les placements des OPCVM

a) Les placements des OPCVM sur le marché monétaire

Les organismes de placements collectifs en valeurs mobilières - qui constituent une particularité française (cf annexe n° 15) - ont connu un net essor depuis la dérégulation et la rénovation des marchés financiers. En France, la retraite par capitalisation est encore à l'état embryonnaire. En l'absence de véritables fonds de pension, à l'instar de ceux qui existent aux Etats-Unis et en Grande Bretagne, les OPCVM figurent parmi les plus grands intervenants sur les marchés monétaire et financier.

³¹⁵ On note cependant qu'en termes de flux, la progression est plus importante chez les assureurs, du fait notamment du succès des produits de placement en assurance vie, ce qui permettra à ces sociétés de pouvoir rivaliser avec les autres institutionnels sur le marché des capitaux.

Evolution des placements des OPCVM sur le marché monétaire



Graphe n°15

Source : Données extraites des TOF en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

En 1985, année de la réforme du marché monétaire, les titres courts négociables (TCN) ne renaient que pour moins de 2 % du portefeuille des OPCVM³¹⁶. Quatre ans plus tard, cette proportion passe à 22 % avant de culminer à 37 % de l'actif des OPCVM en 1992, une année avant la mini crise monétaire européenne. Cette progression fulgurante des titres monétaires dans les placements des OPCVM et le montant record de 1992 reflète néanmoins la conjoncture particulière de cette année. Les incertitudes qui caractérisaient le vote sur le traité de Maastricht dans quelques pays européens, aggravés par le « non » danois, les turbulences monétaires et le maintien d'une politique restrictive en Allemagne³¹⁷, ont amené la Banque de France à augmenter ses taux d'intérêt à court terme alors même qu'ils étaient déjà très élevés depuis 1989. A cette date, le taux nominal du taux marché monétaire était de 9,07 % (7,52 % en 1988) avant de passer en 1992 à 10,35 %³¹⁸. Cette conjoncture difficile et l'inversion de la courbe des taux ont favorisé les titres courts. Ces derniers présentant le triple avantage d'être relativement liquides, et par conséquent moins risqués, et, chose moins habituelle, plus rentables. Néanmoins, on note que les titres du marché monétaire ne profitent pas tous autant de cette embellie. Tandis que les certificats de dépôt ne cessent de croître (en 1992, ils atteignent même 25 % de l'actif des OPCVM), les billets de trésorerie qui ont enregistré un relatif succès au début de la période de restructuration des entreprises françaises de la fin des années quatre-vingt, passant de 0,23 % des placements des OPCVM en 1985 à 6,39 % de ces mêmes souscriptions en 1990, voient leur collecte stagner durablement autour d'un ratio de 5 % en dépit de la hausse des besoins de liquidités des entreprises. D'ailleurs, en 1993 on enregistre même un flux négatif de 1,68 milliards d'euros sur ces titres. Ceci nous amène à nous demander si l'avantage accordé

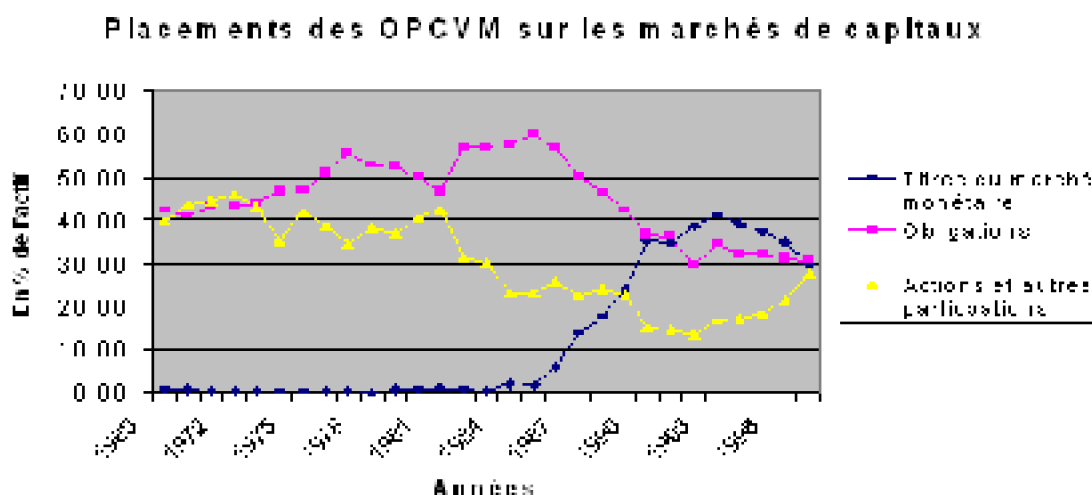
³¹⁶ Certains de ces titres n'ayant été créés qu'avec les innovations financières du milieu des années quatre-vingt, il est par conséquent normal qu'ils n'apparaissent pas avant dans la composition du portefeuille des OPCVM.

³¹⁷ Rapport annuel de la Banque de France (1995)

³¹⁸ Généreux J. (1993), *Chiffres clés de l'économie française*, Seuil, Paris, p.64

aux certificats d'investissements ne provient pas des liens organiques qui unissent les OPCVM aux banques et de la relative sécurité qu'offrent ces dernières par rapport aux sociétés non financières. Ainsi, les bons du Trésor qui sont encore moins risqués, du fait de la notoriété dont jouit l'Etat émetteur, bénéficient également du choix des OPCVM (graphe n°15). Il est donc clair que le comportement des OPCVM est entaché d'une certaine réticence vis-à-vis du risque. L'évolution de leurs placements sur les marchés financiers reflète bien cette attitude.

b) Les OPCVM, un intervenant majeur sur les marchés de capitaux



Graphe n°16

Source: Données extraites des TOF en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

Si la progression des titres monétaires peut s'expliquer aussi en partie par le contexte macroéconomique, caractérisé par des taux d'intérêt réels très élevés, la répartition des fonds entre les actions et les obligations ne peut obéir à ce seul critère. Si le couple rendement/risque peut dans un tel contexte favoriser les actifs obligataires, on sait qu'à long terme les actions offrent des perspectives de plus value largement supérieures à celles des obligations. Or l'examen du graphe n° 16 ci-dessus montre que leur part relative dans le portefeuille des OPCVM est systématiquement inférieure à celle des titres obligataires.

Jusqu'au premier choc pétrolier, les stocks d'actions et d'obligations constituent l'essentiel des placements des OPCVM, avec des parts proches oscillant entre 40 % et 45 % de l'actif de ces investisseurs institutionnels. Dès 1974, ces actifs enregistrent des évolutions opposées puisque l'encours des actions perd plus de 7 % revenant à 35,4 % tandis que les obligations atteignent le niveau de 47 % des placements des OPCVM. Cet arbitrage au détriment des actions se poursuit et prend une ampleur encore plus grande lors des décennies suivantes, quatre-vingt et quatre-vingt dix. En 1982, l'encours des obligations totalise 57,1 % de l'actif des OPCVM contre seulement 31,5 % pour les actions avec un pic en 1985 avec des proportions respectivement de 60,1 % et de 23 %. Même s'il s'atténue un peu dans les années quatre-vingts dix, le différentiel entre les

actions et les obligations demeure élevé avec un rapport allant de 1,5 à 2 en faveur de ces dernières ³¹⁹. Incontestablement, la stratégie d'investissement des OPCVM, telle qu'elle apparaît à travers l'allocation de fonds entre les actions et les obligations, témoigne d'une forte aversion au risque. On peut même parler d'une stratégie rentière, celle-ci consistant à privilégier les produits de taux, qui offrent des rémunérations garanties, pour des risques très limités ³²⁰. En effet, outre l'avantage accordé aux obligataires, on note aussi une autre évolution structurelle qui se traduit par une baisse tendancielle des placements longs dans le portefeuille des OPCVM. Depuis 1989, les titres du marché monétaires se placent systématiquement devant les actions dans l'actif des OPCVM. De même, l'ensemble des encours des actions et obligations qui constituait 80 % à 90 % de l'encours des OPCVM, lors des décennies soixante-dix et quatre-vingt, ne représente qu'un peu plus de la moitié (51.6%) de ce même encours en 1990. Malgré une certaine amélioration à partir de fin 1993 à la faveur de la progression des placements en fonds propres ³²¹, le cumul des encours des titres longs stagne aux environs de 60 % du portefeuille des OPCVM.

Au total, les différents arbitrages reflètent tous une forte aversion au risque des OPCVM. D'une part, ils privilégient les placements courts, donc plus liquides et moins risqués au détriment des investissements longs. D'autre part, à l'intérieur de chaque classe d'actifs, le choix se porte sur titres les plus sûrs (obligations, certificats de dépôt et Bons du Trésor) même pour une rentabilité moindre. Cette stratégie très défensive d'allocation d'actifs traduit bien, à des degrés divers, l'absence d'une culture de prise de risques chez les institutionnels français comme le montre le comportement plus ou moins similaire des sociétés d'assurance. Cependant, il est important de voir quelles sont les évolutions récentes dans les stratégies d'allocation d'actifs des différents intermédiaires financiers (sociétés d'assurances mises à part) telle qu'elle apparaît dans la nouvelle nomenclature des TOF base 1995.

4) L'évolution récente des placements des institutions financières

a) Les principaux postes de l'actif

Sous-secteur des sociétés financières (S12), les institutions financières (S12A)

³¹⁹ En 1990, les actions constituaient 15 % de l'actif des OPCVM contre 36,6 % pour les obligations. En 1992, les proportions s'établissent respectivement à 13,4 % et 29,7 % avant de se rapprocher en 1997 avec 30,9 % pour les obligations et 27,7 % pour les actions.

³²⁰ Le seul risque, qui est celui d'une inflation non anticipée, qui viendrait dévaloriser la valeur de la dette demeure faible dans la mesure où d'une part la Banque Centrale est indépendante et a pour principale mission la stabilité des prix et d'autre part les gouvernements successifs, quelle que soit leur appartenance politique, ont confirmé et maintenu leur engagement en faveur de la politique du franc fort. La perspective du passage à l'Euro venant renforcer cette politique comme le montre clairement le traité de Maastricht.

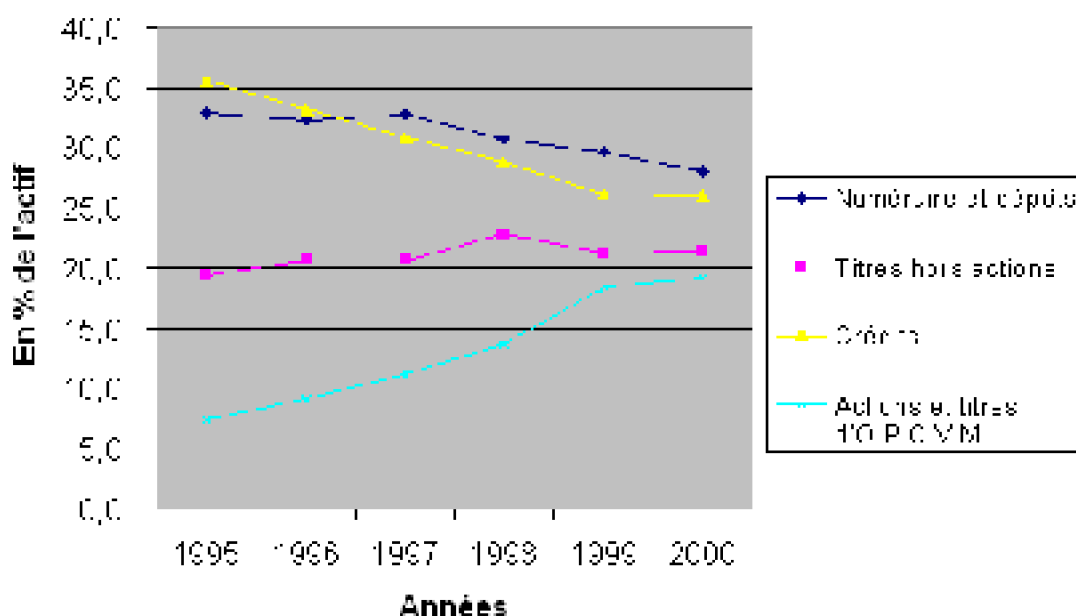
³²¹ Qu'on peut expliquer en partie par la participation des banques, via les OPCVM, au capital des entreprises privatisées ou ayant ouvert leur capital à travers notamment les dispositifs de noyaux durs.

comprennent :

- la banque centrale dont la fonction principale est d'émettre la monnaie, de maintenir la valeur interne et externe de la monnaie et de détenir les réserves internationales du pays ;
- les autres institutions financières monétaires : banques, Caisses d'Epargne, Caisse des Dépôts et Consignation, sociétés financières, organismes de placements collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) ;
- les autres intermédiaires financiers (hors assurances et fonds de pension) dont l'activité principale consiste à fournir des services d'intermédiation financière en souscrivant des engagements sous des formes autres que du numéraire (autres OPC, holdings financières, etc.) ;

Nous présenterons par conséquent l'évolution récente des placements de ces institutionnels, avant de passer dans les points suivant aux sociétés d'assurance et aux non-résidents.

L'évolution récente des principaux placements des sociétés financières



Graphe n° 17

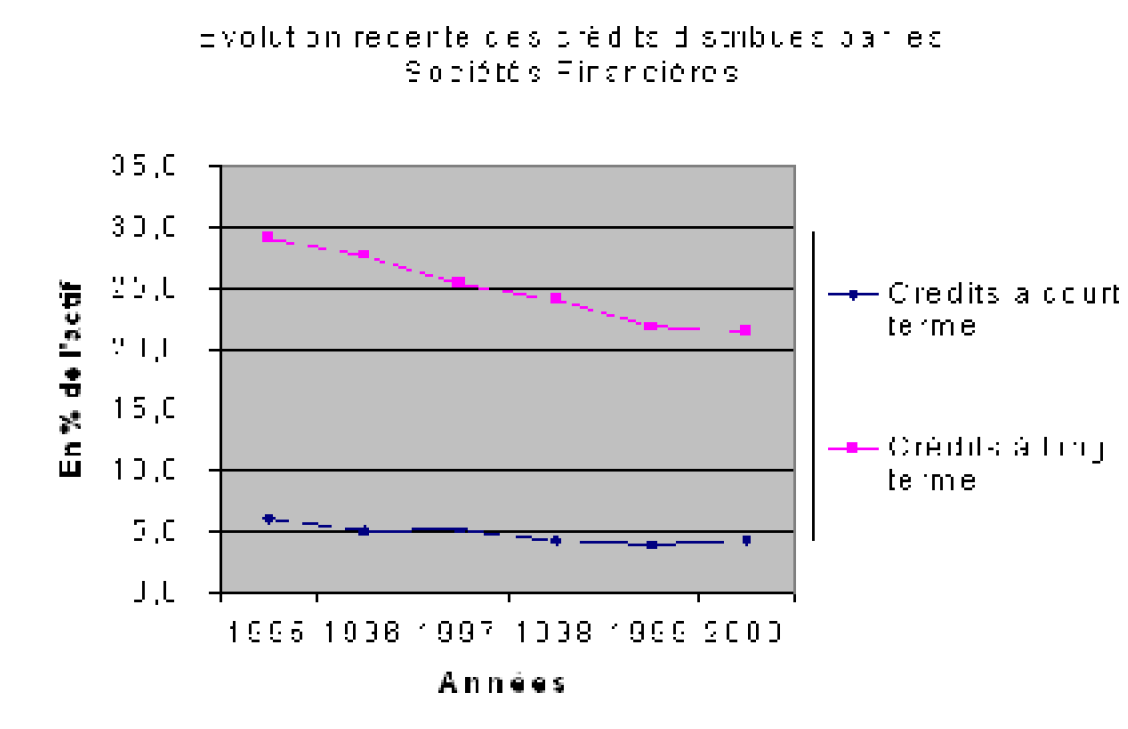
Source : Données extraites des TOF en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

Le graphe n° 17 ci-dessus montre que la structure agrégée des portefeuilles des Institutions Financières (hors compagnies d'assurance) est relativement équilibrée, répartie entre numéraire et dépôts d'une part et entre les diverses formes de financement (crédits, actions et obligations et titres assimilés) d'autre part. Cependant, on constate que les dépôts et les moyens de paiement continuent à occuper une place importante dans

les actifs de ces intermédiaires financiers. De même, les crédits constituent encore en 2000 la première forme de financement des entreprises par ces institutions.

b) Les crédits longs, octroyés par les Institutions Financières, à leur plus bas niveau

Les intermédiaires financiers français demeurent d'importants distributeurs de crédits³²². Ceux-ci constituent encore 30 % en moyenne de leur stock d'actifs. Cela semble conforme à la structure de l'actif des banques et des Caisses d'Epargne présentée ci-dessous.



Graphie n° 18

Source : Données extraites des TOF en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

On relève cependant, la poursuite de l'érosion lente mais certaine de ce mode de financement traditionnel. En effet, si les crédits de trésorerie se stabilisent aux environs de 5 % de l'actif des sociétés financières, les prêts à moyen et long terme ne représentent plus en 2000 que 25,7 % de ce même actif contre 35,1 % en 1995. Or, cette période a connu une croissance de l'investissement des entreprises non financières. Certes, ces dernières ont nettement amélioré leurs taux d'autofinancement, mais, cette amélioration est intervenue bien avant puisque dès 1994, ces taux sont montés à 133,5 % pour les G.E.N et à 111,5 % pour les autres sociétés et quasi-sociétés (S.Q.S) contre 82,5% en 2000 à la faveur de la progression de l'effort d'investissement. La hausse du volume

³²² L'absence des OPCVM sur ce segment de financement est largement contrebalancée par la présence encore active des Caisses d'Epargne, d'autres intermédiaires financiers non bancaires (IFNB) et surtout celle des banques dont la taille du bilan est la plus importante de toutes les Sociétés Financières.

d'investissement dans un contexte de stagnation voire de recul du taux d'autofinancement implique nécessairement un plus grand recours au financement externe. Dans la mesure où les crédits à moyen et long terme connaissent une régression, le financement direct par émission d'actions (augmentation de capital) d'obligations (et de titres hybrides) doit nécessairement enregistrer une progression.

c) Faible part des actions dans les placements des Sociétés Financières sur les marchés de capitaux

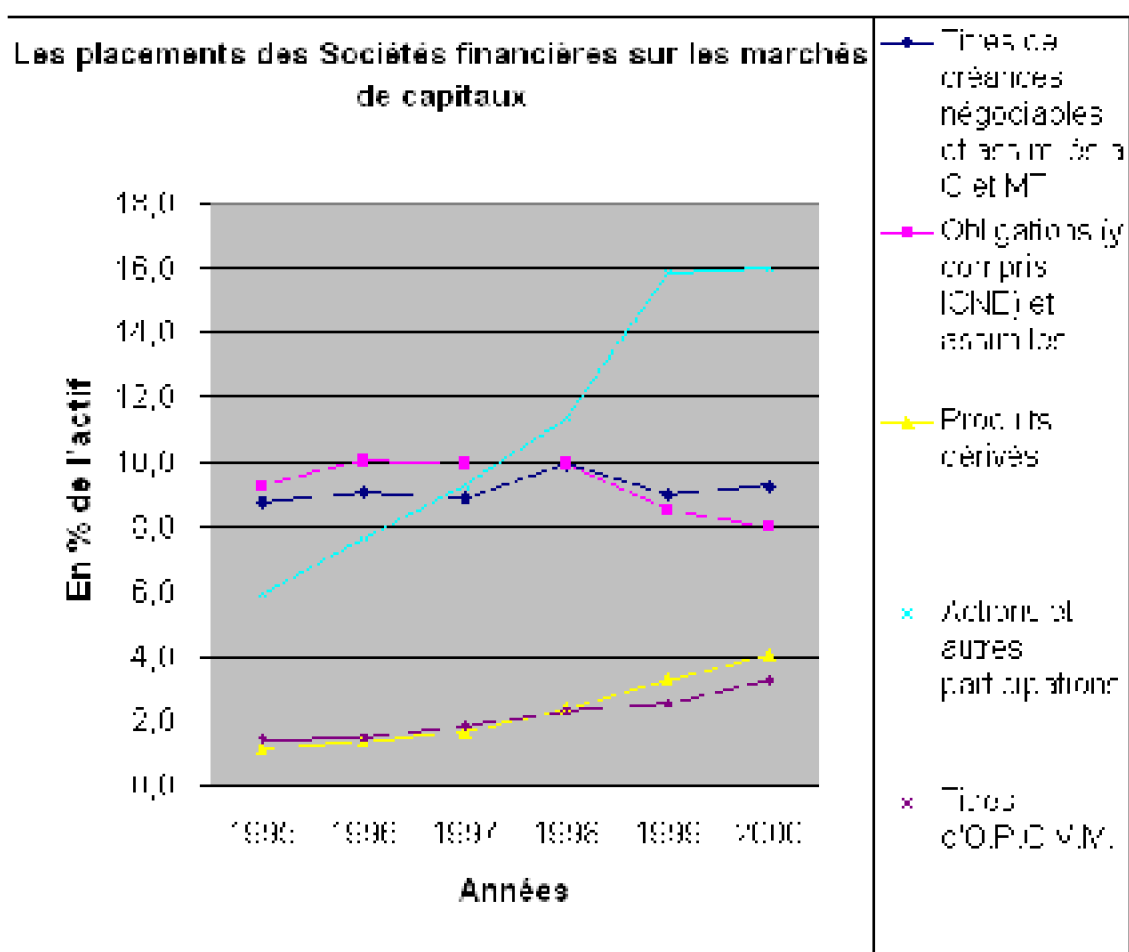
Le graphe n° 19 ci-dessous montre que les Sociétés financières augmentent la part de certaines valeurs mobilières dans le portefeuille d'actifs. Ainsi, lorsqu'on considère, l'ensemble des actifs détenus sous forme de titres, on constate que ceux-ci accaparent un encours équivalent à celui réservé aux crédits bancaires ou aux ressources placées sous forme de numéraire ou dépôts. Cependant, à la faveur de la forte croissance de l'encours des actions ³²³, le stock des financements octroyés sur les marchés de capitaux atteint 39,1 % de l'actif de ces agents financiers en 1999 et 40,2% en 2000. Il est intéressant de noter à cet égard que les seuls produits dérivés drainent presque autant de capitaux que les crédits à court terme. Au-delà de cet aspect quantitatif, on peut relever également qu'au sein de ces financements de marchés, les flux destinés à l'investissement en fonds propres (actions et autres participations) connaissent la plus forte progression tandis que les encours obligataires demeurent relativement stables avec une petite tendance à la baisse.

Certes, en incluant les titres négociables et assimilés à court et à moyen terme, qui sont pour l'essentiel des Bons du Trésor, et les titres d'OPCVM, adossés en grande partie à des obligations, les titres de la dette publique constituent le premier poste d'investissement en valeurs mobilières des Sociétés Financières. On peut donc supposer que l'impératif de sécurité est toujours prépondérant dans les décisions d'investissement de ces agents ³²⁴. Toutefois, en termes d'évolution, la forte progression des placements en fonds propres montre que cette culture d'aversion au risque commence à être arbitrée en faveur de l'exigence de rentabilité ³²⁵. Si l'on considère que beaucoup d'intermédiaires financiers français, en particulier les banques, sont, de par le poids des actionnaires étrangers actifs dans leur capital, soumis aux mêmes exigences en matière de retour sur fonds propres que leurs concurrents, l'hypothèse d'une inflexion de leur politique d'investissement paraît plausible. Cette thèse d'une stratégie de plus en plus offensive doit être cependant nuancée.

³²³ De 6 % de leur actif en 1995, le stock d'actions détenu par les Sociétés Financières passe à 16 % en 2000 soit une croissance de 166,67 % en l'espace de cinq années.

³²⁴ On ne peut pas également exclure un relatif effet d'éviction compte tenu des sommes mobilisées par les déficits budgétaires pendant les années de faible croissance.

³²⁵ Les placements en actions étant en moyenne plus rentables, et plus risqués, que les placements obligataires.



Graphe n° 19

Source : Données extraites des TOF en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

La bonne tenue des marchés actions ces dernières années est un facteur qui est peut être déterminant dans cette évolution. En tout état de cause, le suivi de la structure d'actif des institutions lors des prochaines années et sur une plus longue période peut être riche d'enseignements à cet égard. Par ailleurs, on peut se demander si la stratégie suivie par les Sociétés d'Assurance épouse le même profil que celle des autres sociétés financières.

5) Les placements des sociétés d'assurance sur les marchés de capitaux

Les données des TOF en notre possession ne donnant pas la ventilation des actifs des sociétés d'assurance et des mutuelles avant 1975 (S51 et S52), nous allons, dans un premier temps, présenter un graphe retraçant les placements cumulés de ces deux organismes (S50) avant de présenter, dans un deuxième temps, les seules sociétés

d'assurance (S51)

a) Les placements mobiliers des entreprises³²⁶ d'assurance

Les sociétés d'assurance³²⁷ sont des sociétés un peu différentes du reste des sociétés financières. L'assurance est un secteur de première nécessité dont la progression est moins soumise à des aléas conjoncturels que d'autres consommations. De ce fait, les sociétés d'assurance sont moins susceptibles d'être affectées par une contraction importante et durable de la demande. En revanche, les risques peuvent être plus grands aussi bien à l'actif qu'au passif. Au passif, les difficultés peuvent résulter d'une mauvaise sélection des clients ou d'une sous-estimation et une sous-tarification des risques couverts, et enfin un comportement opportuniste des assurés (hasard moral). Pour limiter de telles pertes, les compagnies d'assurance effectuent des placements. Elles exploitent en cela le laps de temps qui sépare le moment où les primes sont encaissées et le temps où les indemnités sont versées, pour effectuer des placements³²⁸.

Pour éviter ou, du moins, limiter les risques d'insolvabilité ou de faillite, les compagnies d'assurance doivent diversifier leurs placements. Cette diversification constitue la règle d'or des opérations d'assurance³²⁹. L'examen des placements de ces intermédiaires financiers sur les marchés de capitaux des tel qu'il ressort du graphe n° 20 ci-dessous montre une prépondérance des actifs longs. Le total des fonds placés en actions et obligations représente en moyenne un peu plus de 70 % de l'actif des entreprises d'assurance sur les trois décennies couvertes par notre étude. En intégrant les souscriptions des titres OPCVM non monétaires, cette proportion dépasse même 90 % de l'actif immobilisé par des investissements de long terme.

Contrairement aux OPCVM, les sociétés d'assurance et autres mutuelles ne semblent pas privilégier une stratégie de court terme. Ainsi, même au plus haut de la crise des taux courts, (1992-1993) les souscriptions des titres du marché monétaire n'ont pas dépassé les fonds réservés aux titres d'OPCVM non monétaires, se confinant à une fourchette de 4,5 % à 7 % des encours de leur actif. Il est vrai que l'optique de ces investissements de long terme paraît plus adéquate avec la nature des risques auxquels sont soumis ces organismes d'assurance. D'une part, ils ne peuvent pas se permettre d'encourir les risques inhérents aux placements financiers de court terme alors même qu'elles s'engagent à couvrir d'autres risques de leur cœur de métier (accidents, vols, incendies, catastrophes naturelles,...) eux même entachés d'une grande incertitude.

³²⁶ Le vocable de sociétés d'assurance diffère de celui d'entreprises d'assurance. Dans la nomenclature des TOF, ce dernier comprend également les mutuelles.

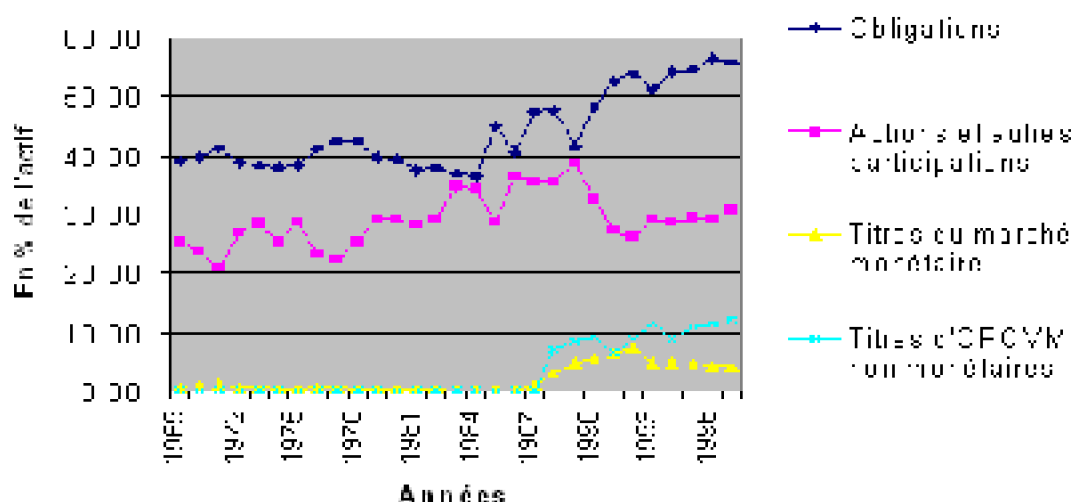
³²⁷ Nous tenons à préciser que nous n'avons ici que les placements financiers. Ces données ne nous disent rien sur les opérations de réassurance (montants que les sociétés d'assurance consacrent pour s'assurer elles-mêmes) par exemple, ni sur les placements en immobilier qui sont encore très importants.

³²⁸ Ainsi que les bénéfices traditionnels d'une mutualisation des risques.

³²⁹ Kessler D., (1992), « Qu'est ce qu'une crise de l'assurance ? le cas des Etats-Unis », *Revue d'économie financière* n° 20, p.133

D'autre part, les rendements des investissements de long terme étant en moyenne toujours plus élevés et moins aléatoires, ils permettent mieux de répondre aux besoins de remboursement des clients assurés.

Evolution des placements des entreprises d'assurance sur les marchés de capitaux



Graphique n° 20

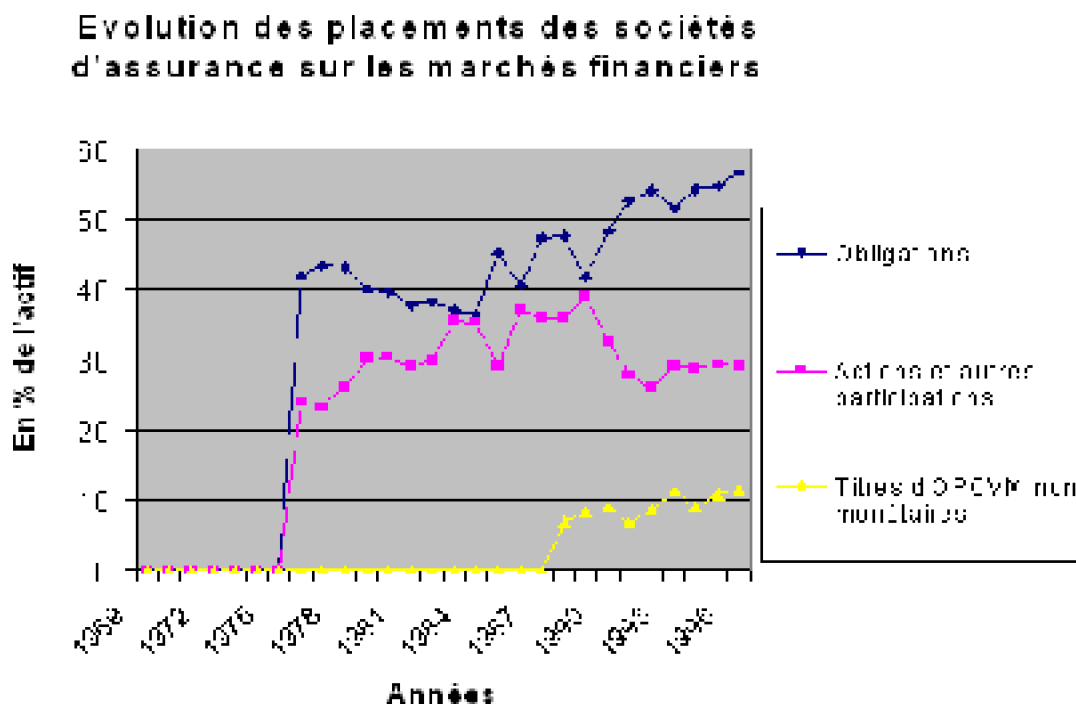
Source : Données extraites des TOF en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

Au-delà de cet aspect, on note néanmoins un point commun avec la stratégie des OPCVM. En effet, la primauté donnée aux placements longs profite d'abord et dans une large mesure aux obligations. De 1969 à 1989, le stock d'obligations détenu par les entreprises d'assurance avoisine en moyenne 42,5 % de leurs encours contre 28,2 % pour les actions et autres participations. A partir de 1989, cet écart s'est accentué puisque les titres obligataires dépassent en moyenne 52,1 % de l'actif financier des sociétés et mutuelles d'assurance tandis que les actions stagnent à 30,2 % de ce même actif. Dans une vision, plus dynamique cet écart tend à s'accroître comme le montre le graphique précédent. Ainsi, en 1997 les titres obligataires totalisent 1,8 fois l'encours des titres de fonds propres avec des parts relatives respectivement de 55,75 % pour les premiers pour seulement 30,86 % pour les seconds. En chiffres, les obligations recueillent en 1997 un flux supplémentaire de 46,57 milliards d'euros quand les actions n'enregistrent que 18,46 milliards d'euros. En dehors de la prépondérance des placements longs, les entreprises d'assurance font preuve elles aussi d'une nette aversion au risque. Paradoxalement, c'est au moment même où la situation des firmes françaises s'améliore dans la décennie quatre vingt dix, avec un formidable assainissement de leurs structures financières comme l'atteste le redressement spectaculaire de leur taux d'autofinancement (section suivante), que l'écart entre actions et obligations se creuse. On peut se demander si ce profil n'est pas un effet d'optique dû à l'agrégation de comportements d'organismes n'obéissant pas parfaitement à la même stratégie financière. A priori, on peut supposer que les sociétés d'assurance (S51) qui ont une vocation plus commerciale que les mutuelles (S52) peuvent adopter une stratégie moins défensive.

b) Stratégie de placements des sociétés d'assurance sur les marchés financiers : priorité aux obligations

Le graphe n° 21 ci-dessous invalide clairement cette hypothèse. Les sociétés d'assurance adoptent le même profil de placement, investissement en actifs longs avec une nette prépondérance des obligations sur les actions. Deux raisons peuvent expliquer leur attitude. Sur le plan macroéconomique, la concomitance tout au long de ces années (1989-1997) de taux d'intérêt réel élevés et de faibles taux de croissance économique, réduit considérablement la visibilité d'un investissement en fonds propres. En outre, à court et moyen terme, le différentiel de rendement et de risque plaide naturellement pour les placements obligataires. Sur le plan microéconomique, le problème provient de l'évolution même de la structure de bilan de ces sociétés d'assurance.

Dans un contexte marqué par une forte incertitude³³⁰, les ménages tendent de plus en plus à se constituer une épargne de précaution, conformément à la théorie du revenu permanent (Friedman, 1957).



Graphe n° 21

Source : Données extraites des TOF en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

En l'absence de fonds de pension, les produits d'assurance vie constituent alors des placements phares en France. Habités aux produits de l'épargne contractuelle, les ménages français hésitent à prendre beaucoup de risques et la quasi-majorité des épargnants n'est pas prête à envisager le risque d'une perte en capital même en

³³⁰ Que les ménages perçoivent essentiellement à travers persistance de la progression du niveau du chômage

contrepartie d'une maximisation des espérances de gains. Dès lors, les produits proposés sont majoritairement indexés sur les produits de taux (obligations) et les placements en fonds propres n'occupent qu'une place marginale.

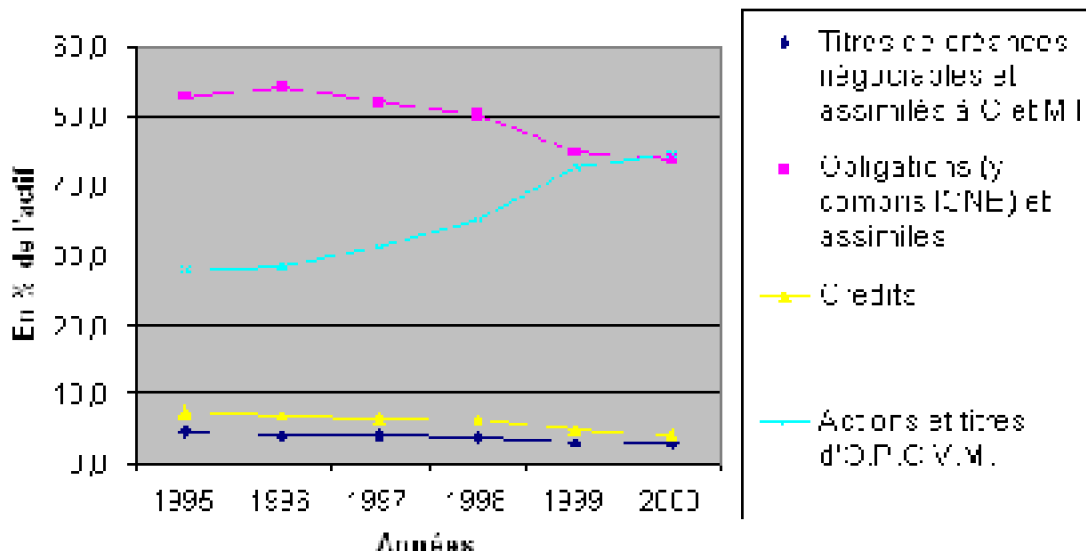
c) L'évolution récente des placements des sociétés d'assurances à travers les TOF base 1995 (nouvelle nomenclature)

Compte tenu du changement de mode de comptabilisation des opérations financières et de la nomenclature des agents par L'INSEE, nous présentons ici les évolutions récentes des placements des sociétés d'assurance telles qu'elles sont retracées dans les nouveaux T.O.F en base 1995.

c₁) ÉVOLUTION RÉCENTE DES PRINCIPAUX PLACEMENTS DES SOCIÉTÉS D'ASSURANCE

La vue d'ensemble que nous offre le graphe n° 22 ci dessous, permet de relever deux grands traits concernant l'évolution récente des placements des sociétés d'assurance. Le premier constat est la relative constance de la stratégie de cet important intermédiaire financier dans la mesure où les placements longs constituent l'essentiel de ses actifs. Les encours en actions, obligations et autres titres assimilés constituent structurellement plus de 83 % de l'actif des sociétés d'assurance. Tout en conservant cet axe, les assureurs semblent vouloir adapter leur stratégie d'allocations d'actifs puisque depuis 1996, les investissements en actions et en obligations connaissent des tendances inverses. L'évolution des investissements de cet agent institutionnel sur les marchés de capitaux ces dernières années donne des indications qui confirment bien cette tendance.

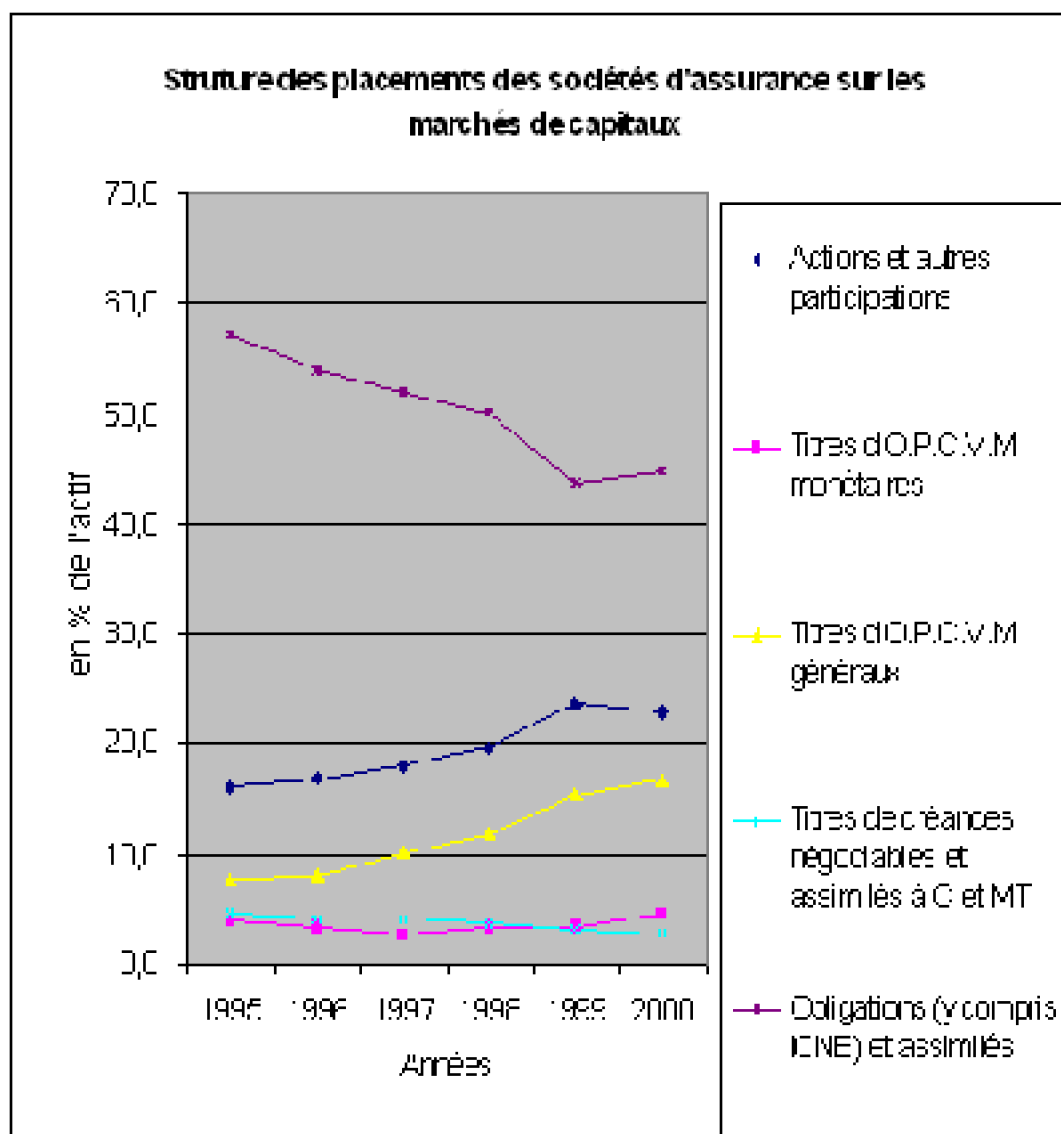
Evolution récente des principaux placements des sociétés d'assurance



Graphe n° 22

Source : Données extraites des TOF en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

C₂) TIMIDE RÉALLOCATION D'ACTIFS DES SOCIÉTÉS D'ASSURANCE SUR LES MARCHÉS DE CAPITAUX



Graph n° 23

Source : Données extraites des TOF en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

Comme le montre donc l'évolution récente des placements des sociétés d'assurances, ces dernières semblent opérer un début de ré-allocation d'actifs. Tandis que l'encours obligataire suit une courbe décroissante passant en l'espace de cinq années de 258,19 milliards d'euros soit 57,2 % de l'actif des sociétés d'assurance en 1995 à 436,43 milliards d'euros soit 44,8 % du même actif en 2000, l'encours des actions progresse de 148,93 milliards d'euros passant de 16,1% à 23% de l'actif des sociétés d'assurance entre 1995 et 2000. Dans ces évolutions asymétriques, on constate que le taux de progression des placements en fonds propres (+42,24 %) est plus forte que le rythme de baisse des obligations (- 21,7 %). Cependant, du fait du rapport entre l'encours

des actions et celui des obligations avant 1995, (soit 3/5) on peut parler de substitution entre ces deux classes d'actifs. En tenant compte de l'encours des OPCVM généraux (non monétaires), la progression des fonds drainés par les actions et autres participations est encore plus importante. A la faveur de l'appréciation des indices boursiers au cours de ces dernières années, l'engouement des ménages pour les différents produits d'épargne proposés à travers les OPCVM est toujours croissant. Ces véhicules présentent l'avantage d'une gestion déléguée et d'un investissement sur les marchés de capitaux dans des outils présentant des montages risque/rentabilité adaptés à chaque situation individuelle. A l'inverse, la stabilisation (voire la baisse) des taux d'intérêt se traduit par une stabilisation des OPCVM monétaires après leur relatif succès des années quatre-vingts dix.

Pour autant, il faut bien prendre en compte que les OPCVM non monétaires sont majoritairement indexés sur les produits obligataires. A supposer que ces organismes aient, à l'instar des sociétés d'assurances, infléchi leur stratégie d'investissement avec un renforcement de la part des actions dans leur actif³³¹ et nonobstant le problème de l'obligation d'obligations, l'encours d'actions des sociétés d'assurance peut être estimé à 30 % de leur actif contre 55 % pour leur encours d'obligations. En dépit de l'évolution des ces dernières années, on ne décèle pas de rupture radicale dans la stratégie des sociétés d'assurance qui ne consacrent encore qu'à peine un tiers de leurs avoirs à l'investissement en fonds propres.

Les entreprises d'assurance et les OPCVM constituent les principaux organismes de collecte de l'épargne longue en France³³². Imprégnée d'une forte aversion au risque, leur culture de gestion se traduit alors par un faible apport en fonds propres pour les sociétés non financières. Cette insuffisance de fonds propres sera alors en partie comblée par l'entrée croissante des investisseurs non-résidents au capital des firmes françaises.

6) L'investissement des non-résidents en France

Dans la nomenclature des T.O.F, le secteur dédié aux non-résidents (S92) est regroupé avec celui des DOM.TOM (S91) sous la rubrique S90. Dans la présente contribution nous n'avons pris en compte que les seuls non-résidents (S92).

a) Evolution de l'investissement des non-résidents³³³ : une stratégie offensive distincte de celle des institutionnels français

Contrairement aux précédents agents, les investisseurs étrangers disposent de l'un des

³³¹ Contrairement à l'ancienne base, la nouvelle nomenclature des TOF de la base 95 ne permet pas d'avoir les comptes des OPCVM qui sont inclus dorénavant dans les institutions financières.

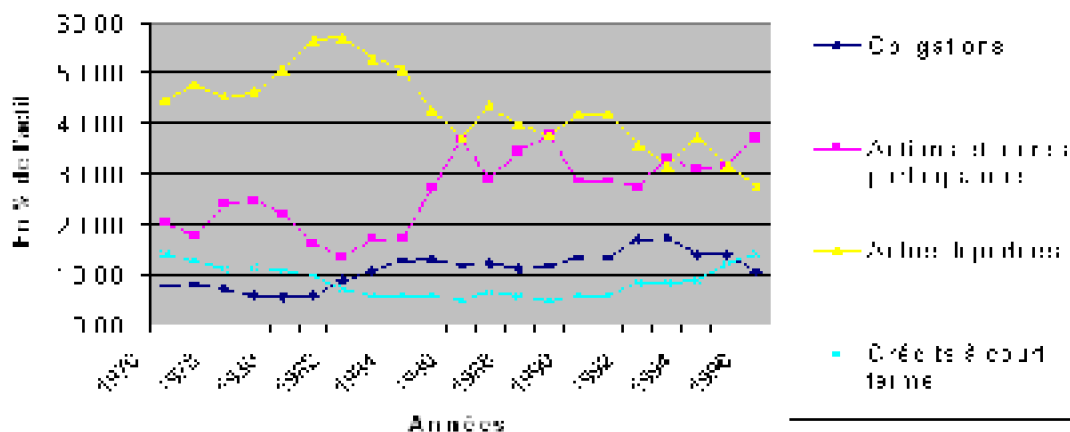
³³² Bien entendu, nous n'oublions pas le rang tout aussi important d'autres institutions telle la poste. Néanmoins, ces dernières sont implicitement intégrées puisqu'elles confient une partie de leur épargne à différents OPCVM, qui sont parfois des OPCVM maison, de même qu'elles proposent de nombreux produits d'assurance ou assimilés.

³³³ Comme pour les sociétés d'assurance, les données concernant cet agent de commencent qu'à partir de 1976.

portefeuilles les plus diversifiés. Leur actif est constitué d'une multitude de postes qui vont des placements en titres des marchés monétaire et financier aux dépôts dans les établissements aux comptes en devises de correspondants financiers en passant par les prêts à court, moyen et long terme (graphe n°24). Les titres du marché financier et les liquidités constituent plus de 70 % de l'encours des investissements étrangers en France. Néanmoins, les évolutions des différents secteurs sont contrastées. Les comptes en devises de correspondants financiers (qui constituent l'essentiel du poste autres liquidités), qui représentaient plus de 40 % de l'actif des investisseurs étrangers dans les années soixante-dix et au début des années quatre-vingt ne totalisent que 19 % de cet actif en 1997. A l'opposé, les valeurs mobilières passent d'une moyenne de 30 % à 50 % du stock des investissements étrangers en France pour les mêmes périodes.

Cette structure reflète fidèlement l'évolution du système financier lui-même. Dans les années soixante dix et même jusqu'à la première moitié des années quatre-vingts alors que les modes de financement demeurent encore largement administrés et les sources de financement essentiellement publiques, la participation étrangère dans le financement du capitalisme français reste très modeste. Plus de la moitié de leurs encours est constituée de liquidités, principalement de dépôts en devises des correspondants financiers. A cela s'ajoutent les crédits à court terme, avec une moyenne de 10 % sur toute la période. Après une stagnation dans la décennie quatre-vingt, ces prêts reviennent à un niveau appréciable soit entre 12 et 14 % de l'investissement total des non-résidents.

Les principaux investissements et placements des non résidents



Graphe n° 24

Source : Données extraites des TOF en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

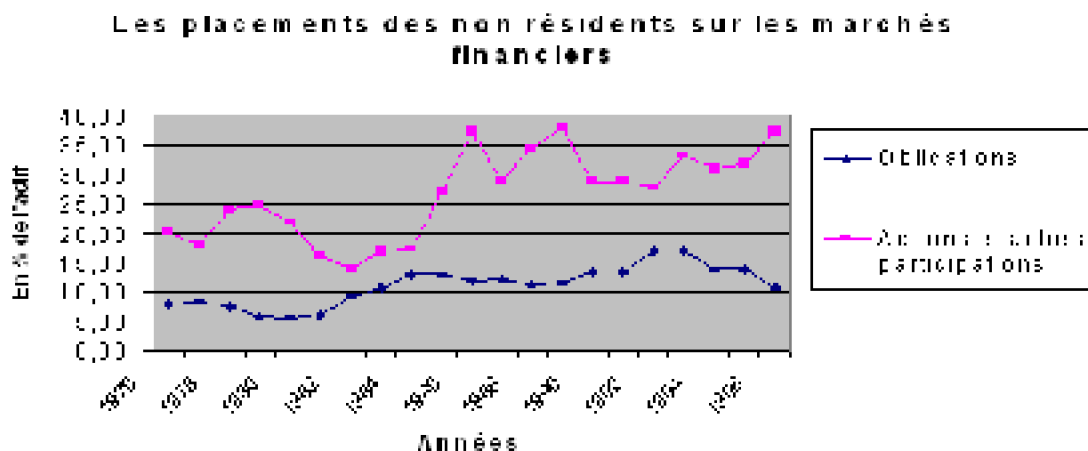
Outre l'amélioration de la conjoncture économique française avec notamment la stabilisation de la parité du franc, cette évolution intervient aussi à la faveur du redéploiement des sociétés françaises. Néanmoins, cela ne traduit pas l'arrivée massive des établissements financiers étrangers sur le marché de crédit hexagonal. Pour ce type d'activité, les banques privilégient traditionnellement les firmes domestiques avec lesquelles l'asymétrie d'information est d'une moindre ampleur. Ainsi, les crédits à long

terme (en devises ou en francs) de ces agents ont rarement dépassé 4 % de leurs encours sur toute la période étudiée (1976-1997). Le relatif succès des crédits de plus courte maturité s'explique essentiellement par des motifs commerciaux, ces créances étant essentiellement des créances commerciales (S65). Ce n'est pas étonnant de voir que ces prêts se redressent nettement à partir de 1990, au moment où la France commençait à enregistrer ses excédents commerciaux. Si les non-résidents n'ont pas une forte contribution dans la distribution de crédits, leur présence sur les autres segments du marché financier est en revanche loin d'être négligeable.

b) Le poids des non-résidents sur la place de Paris

C'est donc vers la bourse de Paris que les investisseurs étrangers orientent leurs investissements. L'évolution de leurs placements reflète fidèlement l'évolution du contexte économique français. Alors que dans les années soixante-dix leur portefeuille de valeurs mobilières françaises n'était pas particulièrement important, la parenthèse des nationalisations et du plan de relance de 1981 a réduit d'avantage cette part. En 1982, les actions ne contribuent qu'à hauteur de 13,6 % de leur engagement total contre 25 % en 1979. Parallèlement, alors que l'Etat qui devait indemniser au prix fort tous les actionnaires des entreprises nationalisées avait d'énormes besoins de financement, l'encours obligataires des non-résidents ne progressait que timidement de 3 % (passant de 5,77% du total de leur actif en 1979 à 8,86 % de ce même actif en 1982). Outre l'incertitude créée par ce changement radical de l'orientation de la politique économique, cette prudence s'explique en partie aussi par la crainte de l'inflation. Ainsi, dès les premiers signes de la volonté politique de restauration des grands équilibres macroéconomiques mais aussi microéconomiques, avec la fin de l'indexation des salaires sur l'inflation, les non-résidents renforcent leur présence sur la place financière parisienne.

A la différence des institutionnels français, les investisseurs étrangers, privilégient nettement les placements en fonds propres par rapport aux produits de taux. Certes, la politique de rigueur et de désinflation a conduit ces investisseurs à participer plus activement au financement de la dette publique française, leurs encours d'obligations passant de moins de 6 % de leur actif en 1979/1980 à plus de 15 % en 1992/1993.



Graphe n°25

Source : Données extraites des TOF en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

En chiffres, entre 1988 et 1993, les emprunts d'Etat recueillent chaque année un flux moyen annuel de 23,36 milliards d'euros en provenance de l'étranger. Cette croissance des placements obligataires étrangers entre 1981 et 1993 a permis de contenir l'effet d'éviction par les titres publics sur le marché financier. Néanmoins, le marché actions semble, au vu des souscriptions, fournir un meilleur attrait pour les institutionnels étrangers. D'un plus bas de 13,74 % en 1982, la part des actions françaises détenue dans le portefeuille des non-résidents passe dès 1985 à 26,9 % avant de culminer à 37,07 % une année plus tard à l'issue des premières privatisations. De 1986 jusqu'à 1996, cette part relative fluctue autour d'une moyenne de 32 % de l'actif total des investisseurs étrangers. L'intérêt de tels investissements n'est pas difficile à trouver. Outre la rentabilité financière que les actions sont susceptibles d'apporter, leur souscription permet aux sociétés financières ou non financières étrangères d'entrer dans le capital des groupes français. De ce fait, elles acquièrent des parts de marché supplémentaires tout en élargissant leur contrôle et leur tutelle financière sur les entreprises du pays d'accueil. Tout en répondant à l'impératif de diversification spatial et sectoriel de leurs investissements, ces participations permettent aux groupes étrangers de tirer les dividendes du processus de restructuration de l'économie française.

Par ailleurs la stratégie de ces investisseurs se démarque nettement de celles des institutionnels français. Avec des encours en actions qui atteignent souvent le double ou le triple des stocks obligataires, les premiers font incontestablement preuve de beaucoup moins d'aversion au risque que les seconds alors qu'ils sont *a priori* plus exposés³³⁴. Certes, par un effet d'optique on peut considérer que la contribution des investisseurs étrangers au renforcement des fonds propres des sociétés françaises est insuffisante dans la mesure où celle-ci tourne autour de 30 % seulement de leur actif. Mais on peut renverser l'angle d'approche et considérer au contraire que cet apport est conséquent. De part la taille du bilan de cet agent- qui vient juste en quatrième position derrière les entreprises, les ménages et les banques et qui dépasse les actifs cumulés des OPCVM et des sociétés d'assurance- cette contribution n'est donc pas négligeable.

A titre d'illustration, en 1993 les investisseurs étrangers ont 33% de leur stock d'actifs financiers³³⁵ investis sous forme d'actions et autres participations françaises, contre seulement 16,84 % pour les OPCVM. D'ailleurs, les conclusions du rapport annuel (1992) du Conseil National du Crédit sur ce point sont formelles : « *Les entrées nettes de capitaux ont atteint, en 1992 18,32 milliards d'euros, soit un niveau particulièrement élevé qui traduit l'importance des investissements de portefeuille en titres français des non-résidents* » (C.N.C, 1992). Il est intéressant à cet égard de voir dans quelle mesure cet apport des investisseurs étrangers s'est poursuivi ces dernières années.

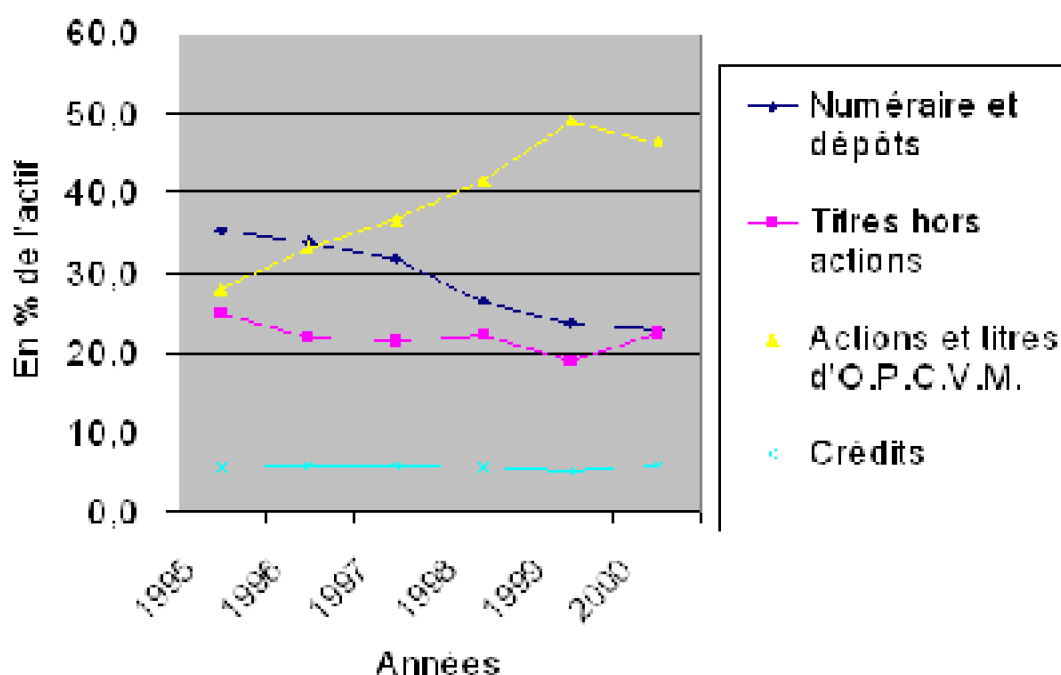
³³⁴ Quelle que soit l'expertise dont un fond d'investissement peut disposer, il ne peut pas toujours avoir une plus grande information sur les entreprises domestiques ne serait ce qu'à travers les aspects socioculturels.

³³⁵ Sur le total des fonds investis en France.

c) L'évolution récente des placements des non-résidents à travers les TOF base 1995

C₁) LES PRINCIPAUX PLACEMENTS

Evolution récente des principaux placements des Investisseurs étrangers en France



Graphe n° 26

Source : Données extraites des TOF en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

La première lecture qu'on peut faire de l'évolution récente des principaux placements des investisseurs étrangers dans l'hexagone est la poursuite de l'impulsion donnée par ces investisseurs au développement du financement direct (ou de l'intermédiation de marché) de l'économie française. Les acquisitions de titres (actions, obligations ou titres d'OPCVM) constituent en effet le principal mode opératoire de ces agents. Accessoirement, notons la stabilité des crédits (à 5,7 % de leur actif) après leur hausse conjoncturelle en 1993/94. Enfin, le déclin des avoirs sous forme de moyens de paiement

et autres dépôts se poursuit au profit des placements sur les marchés de capitaux.

C₂) POURSUITE DE L'INVESTISSEMENT DES NON -RÉSIDENTS DANS LE CAPITAL DES FIRMES FRANÇAISES

Comme l'indique le graphe n° 27 ci-dessous, la montée des investisseurs institutionnels étrangers dans le capital des sociétés françaises ne cesse de s'accroître. Ainsi en 1999 et en 2000 près de la moitié de l'encours de ces agents (respectivement 48.4 % et 45,7 %) est consacré aux acquisitions d'actions et autres participations. Parallèlement, leurs stocks de titres de la dette publique (titres obligataires et assimilés) descendent pour la fois depuis 1982 sous le seuil symbolique des 10 % (9, 2 % de l'actif des non-résidents en 1999). Au moins quatre facteurs peuvent expliquer cette évolution divergente des encours d'actions et d'obligations des non -résidents :

- sur le plan macroéconomique, la forte progression de la bourse de Paris entre 1996 et 1999 (progression de 55 % de l'indice CAC 40 pour la seule année 1999) rend mécaniquement les placements en actions plus rentables et donc plus attractifs surtout en l'absence de fortes fluctuations des taux longs ;
- la bonne tenue des marchés financiers à travers le monde, et le passage à l'Euro ont favorisé la multiplication des opérations de fusions acquisitions tant à l'échelle nationale qu'aux niveaux européen et international³³⁶. Or ces opérations se font souvent à des prix offrant de fortes primes aux actionnaires des sociétés cibles en particulier lorsque l'offre est inamicale. En dehors de cette perspective de plus-value à court terme, Les groupes ainsi constitués autour de leur de cœur de métier recèlent d'importants gisements de valeur grâce notamment aux économies d'échelle et/ou aux économies de gamme issues de ces fusions, ce qui incite d'autres institutionnels à investir dans une optique de moyen, long terme. Cela explique la présence permanente, depuis quelques années, de plusieurs fonds de pension anglo-saxons dans le capital des grands groupes français³³⁷ ;
- l'ampleur de cette implication des investisseurs non-résidents est d'autant plus grande que le débat sur le gouvernement d'entreprise, né à la fin des années quatre-vingt aux Etats-Unis, prend de plus en plus d'importance en Europe (Rapport Cadbury en Grande Bretagne, Rapport Viénot en France). Le recours à des concepts et à des critères de mesure et de création de valeur tels que L'E.V.A, la M.V.A ou le C.F.R.O.I jusque là inconnus dans le paysage financier hexagonal (et même européen) et l'implication de la COB dans la surveillance de la qualité de l'information financière donnée au marché constituent une rupture majeure dans la culture des firmes françaises. Même si elle est en partie le fruit de leurs pressions, ce tournant ne contribue pas moins à rassurer les investisseurs sur le traitement que les entreprises comptent désormais réserver à leurs actionnaires ;

³³⁶ On peut citer entre autres la constitution de la société pharmaceutique Aventis par la fusion entre Hoechst et Rhône-Poulenc, Allianz /AGF, la fusion BNP/Paribas, Carrefour/Promodes, Cap Gemini/Ernst-Young, EADS, France télécom/Orange /Equant, HSBC /CCF, Lafarge/ BlueCircle, Publicis/ Saatchi et Saatchi, Renault/Nissan, Rhodia/Albright, Total/Petrofina/Elf, Vivendi Universal/Canal+, pour les opérations les plus importantes.

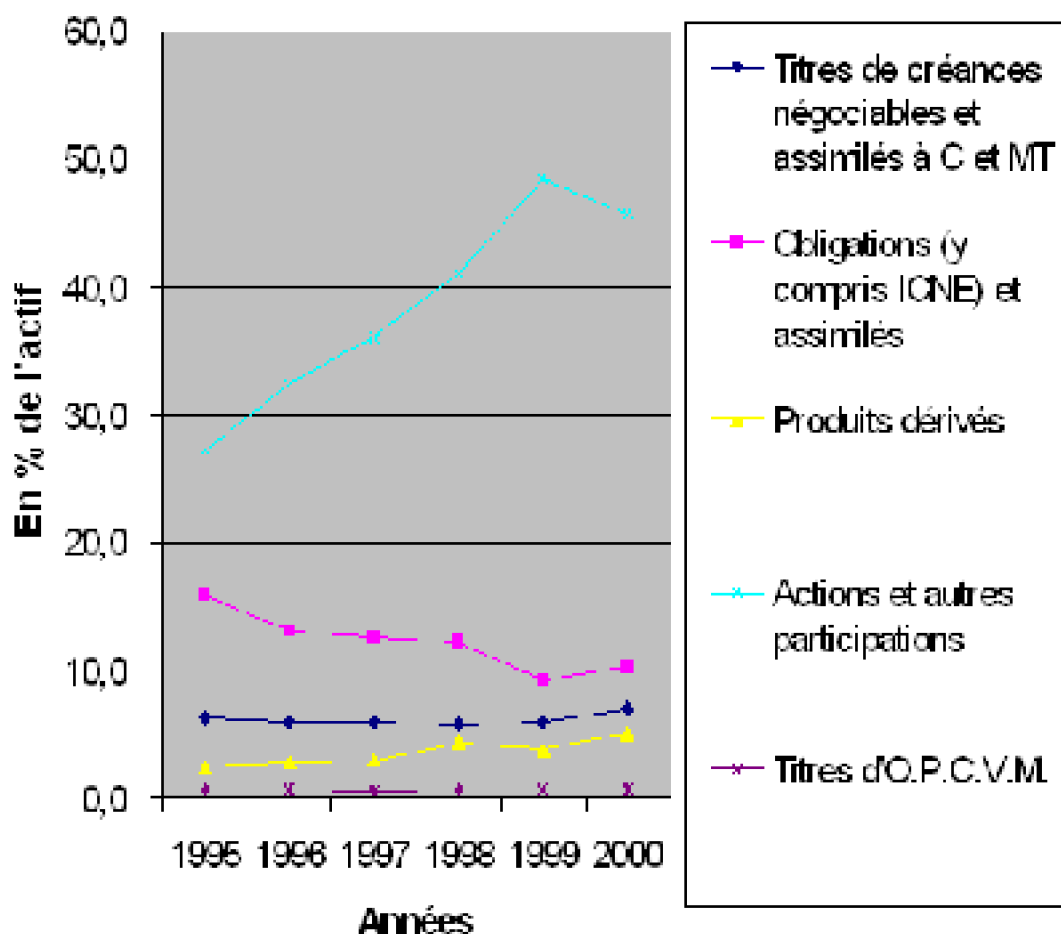
³³⁷ Ce facteur taille est aussi souvent synonyme d'une plus grande liquidité, ce qui rappelle que c'est un facteur déterminant dans les décisions d'investissement de ces institutionnels comme le montre l'importance prise par la gestion indicelle.

années (cf graphe n°). En outre, avec 3 à 5 % de leurs encours consacrés aux produits dérivés, réputés extrêmement risqués, contre seulement 0,7 % pour les produits des OPCVM, les non-résidents montrent que leur aversion au risque est nettement inférieure à celle des institutionnels français.

Au-delà de cet apport précieux en fonds propres, il ne faut pas perdre de vue qu'une partie de ces investissements ne sont que des investissements de portefeuille voire même des placements spéculatifs. Alors que les encours sont traditionnellement plus stables le graphe n° 27 indique une certaine instabilité des placements actions des non-résidents.

Même si on ne doit pas le systématiser, l'épisode d'Alcatel (septembre 1998) qui a perdu plus de la moitié de sa capitalisation en quelques séances de bourse doit inciter les autorités économiques à mieux réfléchir aux solutions à apporter aux problèmes de financement des entreprises françaises.

Le poids des non-résidents sur les marchés de capitaux



Graphe n° 27

Source : Données extraites des TOF en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

Dans cette perspective, nous essayerons de voir dans la section suivante l'impact des comportements de placement des agents économiques sur les modes de financement des entreprises françaises. Les stratégies des premiers aident-elles les secondes à renforcer la structure de leurs bilans en matière fonds propres ?

D'un autre côté jusqu'ou les sociétés françaises sont prêtes à accepter une profonde mutation de leur géographie du capital avec ce que cela peut induire en terme d'enjeux de pouvoir ? structure de leurs bilans en matière fonds propres ?

D'un autre côté jusqu'ou les sociétés françaises sont prêtes à accepter une profonde mutation de leur géographie du capital avec ce que cela peut induire en terme d'enjeux de pouvoir ?

Section 2 : Evolution des modes de financement des entreprises françaises

Le T.O.F nous donne uniquement des indicateurs sur le financement externe des entreprises, c'est à dire l'endettement bancaire ou le crédit interentreprises et le financement par titres sur les marchés de capitaux. Or outre les ressources externes, les firmes peuvent d'abord compter sur leurs ressources propres. Pour cette raison, nous avons été amené à extraire des données relatives à l'autofinancement, des comptes de la Nation, en vue de compléter notre étude. Cependant, dans le souci de mieux comprendre l'évolution de l'autofinancement nous le mettons en parallèle avec l'autre important indicateur qu'est l'évolution du taux d'investissement.

I) L'autofinancement

1) Evolution des taux d'investissement

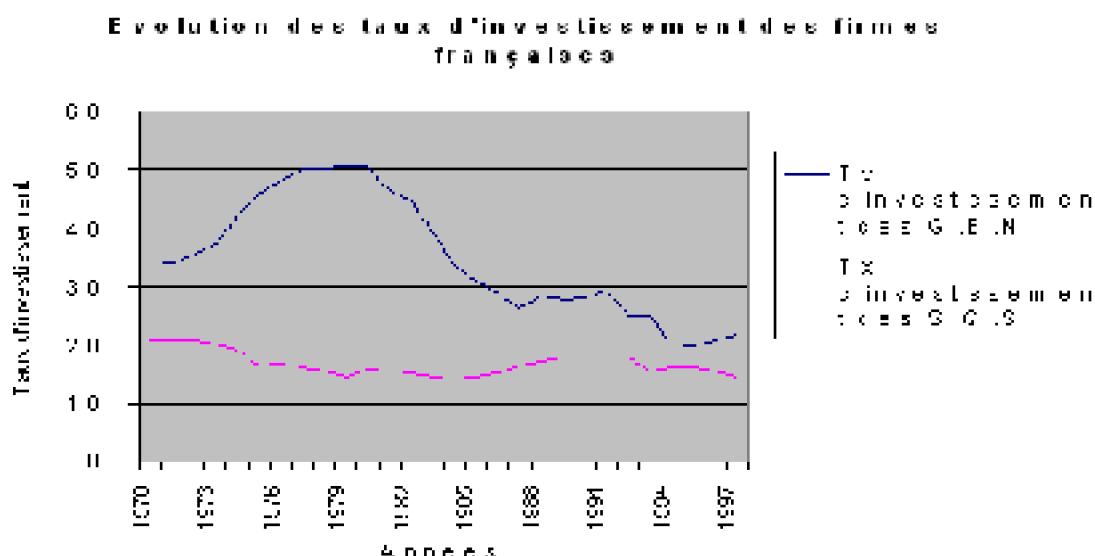
Depuis le début des années quatre-vingt, les entreprises françaises ne cessent d'améliorer leur situation financière. Ce processus a été entamé depuis le second choc pétrolier. Le partage de la valeur ajoutée qui était jusque là à l'avantage des salariés, a tourné en faveur des sociétés.

Tab n°7: Taux d'investissement et taux d'autofinancement des entreprises françaises

Année	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Tx d'investissement des G.E.N	34,4	34,1	35,4	37,3	42,4	45,8	48,2	50,1	50	50,7
Tx d'investissement des S.Q.S	20,6	20,7	20,6	20	19,2	16,5	16,9	16,1	15,5	14,7
Tx d'autofinancement des G.E.N	86,7	88,1	72,9	70,9	51,7	45,4	43,4	46,1	48,6	50,1
Tx d'autofinancement des S.Q.S	73,1	77,1	75,7	77,3	67,2	70,3	68,9	74,9	80,9	83,2
Année	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Tx d'investissement des G.E.N	50,7	46,6	44,5	39,3	33,7	31	28,7	26,5	28,4	27,7
Tx d'investissement des S.Q.S	15,8	15,4	15,3	14,5	14,2	14,8	15,3	16,5	17	17,7
Tx d'autofinancement des G.E.N	49,3	44,1	38,6	43,5	69,7	77,1	77,5	102,5	90,9	91,7
Tx d'autofinancement des S.Q.S	66,3	60,3	64,2	71,2	76	75,3	98,1	93	106,8	97,7
Année	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Tx d'investissement des G.E.N	28,2	29,5	25,2	25,3	20,2	19,7	20,8	21,9		
Tx d'investissement des S.Q.S	17,9	17,6	17,7	15,7	16	16	15,6	14,8		
Tx d'autofinancement des G.E.N	86,4	91,4	113	106,9	133,5	133,8	124,8	115,9		
Tx d'autofinancement des S.Q.S	89,9	94,8	91,8	105,9	111,5	112,4	110,3	118,7		
Source: Les comptes de la nation 1993, Insee Résultats n°308-310, p.6 Taux d'investissement: FBCF/VA, Taux d'autofinancement : Epargne brute + transferts nets en capital/(FBCF+ variations de stocks+ acquisitions nettes de terrains et d'actifs incorporels)										

Parallèlement, la hausse des taux d'intérêts réels consécutive à la politique de rigueur mise en œuvre incite les entreprises à un moindre recours au financement externe. Cela se traduit alors par une utilisation plus importante des ressources propres mais également par une baisse du taux d'investissement³³⁸. Nous allons chercher dans ce qui suit si la corrélation entre la hausse du taux d'autofinancement et la baisse du taux d'investissement n'est pas trop forte. Autrement dit, cette amélioration de la capacité d'autofinancement résulte-t-elle d'une meilleure gestion et d'une maîtrise des coûts de production ou peut-on l'imputer au seul relâchement de l'effort d'investissement ? Le graphique n° 28 (Evolution des taux d'investissement des entreprises françaises) ci-dessous nous montre que le taux d'investissement connaît un recul d'environ 6 % à 12 % entre 1970 (20,6 % à 34,4 %) et 1997 (15 % à 22 %).

³³⁸ Nous tenons à préciser que les taux d'investissement et d'autofinancement extraits des comptes de la Nation (INSEE résultats, 1993 ou 1997) n'incluent pas les petites entreprises individuelles particulièrement utilisatrices de crédit-bail.



Graph n°28

Source : Comptes de la Nation 1998, Insee résultats n°165-166-167, p.146

En effet, les grandes entreprises nationales connaissent des évolutions fort contrastées. Jusqu'en 1980, ce taux d'investissement n'a cessé d'augmenter pour atteindre 50.7 % en 1979 et 1980, soit plus du double du taux moyen de l'ensemble des entreprises (hors entreprises individuelles). Au même moment, les autres sociétés ont déjà entamé leur processus de désinvestissement et ce dès le lendemain du premier choc pétrolier. En l'espace d'une décennie, leur taux d'investissement régresse de 5%. C'est dire que les petites et moyennes entreprises - qui appartiennent au secteur privé pour la plupart- sont plus sensibles aux chocs externes et aux mutations de l'environnement socio-économique. A partir de 1981 et jusqu'en 1987, les GEN entrent dans un processus de désinvestissement massif. Leur taux d'investissement chute brutalement de près de 50% - de 50,7 % en 1980 il passe à 26,5 % en 1987 % - alors que celui des autres sociétés reste à peu près stable. Confrontées à des taux d'intérêt réels extrêmement élevés, les GEN qui voyaient s'aggraver la charge de leurs dettes, on dû réduire drastiquement les nouveaux investissements. En plus du climat de crise économique mondiale, le creusement des déficits publics ne semble pas avoir bénéficié aux entreprises ³³⁹. En effet, face à la montée de ses besoins de financement, l'Etat a multiplié ses émissions ce qui réduisait l'épargne disponible ³⁴⁰ et conduisait à son renchérissement pour les entreprises. Cette « cure de désinvestissement » s'inscrivait également dans le cadre de l'assainissement des comptes financiers des entreprises. Celui-ci est devenu nécessaire après l'abandon progressif de la politique publique de financement fondée sur les différents dispositifs de bonification. En outre, les entreprises ont eu à relever un véritable défi. La libéralisation des prix devait en effet s'accompagner

³³⁹ Reynaud G.C (1989), « T.O.F : fondements théoriques et application à l'étude des comportements financiers des secteurs institutionnels sur la longue période », Thèse de Doctorat d'Etat, Université de Nice, p.196

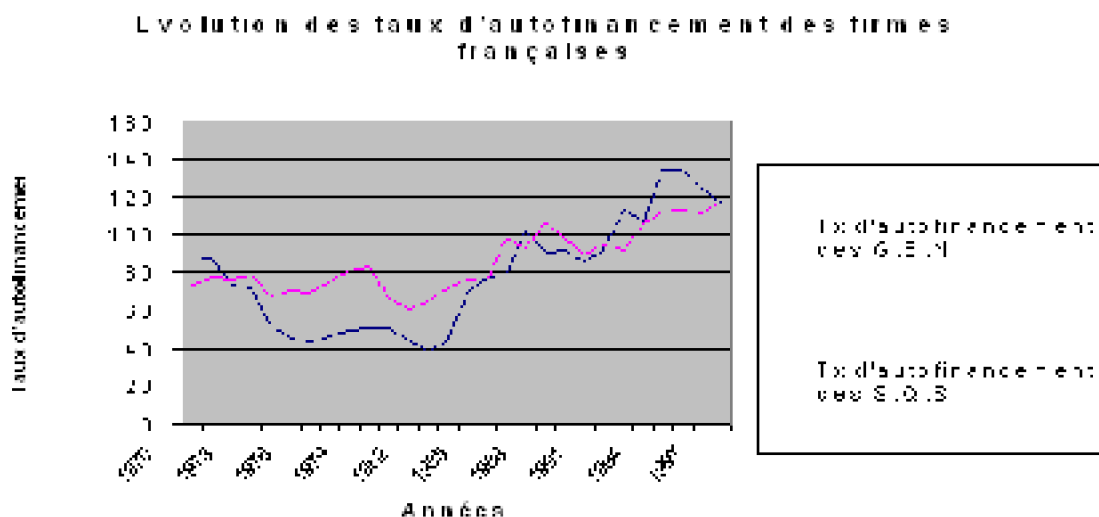
³⁴⁰ Sans pour autant parler d'effet d'éviction total.

d'une réduction des coûts de production pour ne pas aggraver la baisse de la demande des ménages qui ont subi un net ralentissement de leur pouvoir d'achat³⁴¹. Cette demande risquait d'être alors satisfaite par une offre étrangère, ce qui n'aurait pas été de bonne augure pour la compétitivité externe de ces entreprises.

Depuis 1987, la chute brutale du taux d'investissement est endiguée. Celui-ci recule à nouveau en 1992 et 1993, au moment fort de la récession. Cette évolution conjoncturelle semble être de plus faible ampleur dans les autres firmes. Toutefois, cela ne doit pas nous faire oublier que comparativement aux années soixante dix, l'écart demeure élevé (6 % en moyenne) surtout dans les grandes entreprises (plus de 12 %). Cette atonie de l'investissement s'accompagne d'un net redressement du taux d'autofinancement des sociétés non-financières.

2) Evolution du taux d'autofinancement

Avant la mise en place de la réforme financière, le financement de l'économie était assuré en grande partie par les crédits bancaires. Les facilités accordées - depuis le début de la reconstruction – en matière d'octroi de crédits aux entreprises, ont conduit ces dernières à privilégier l'endettement en tant que mode de financement externe au détriment du financement par fonds propres.



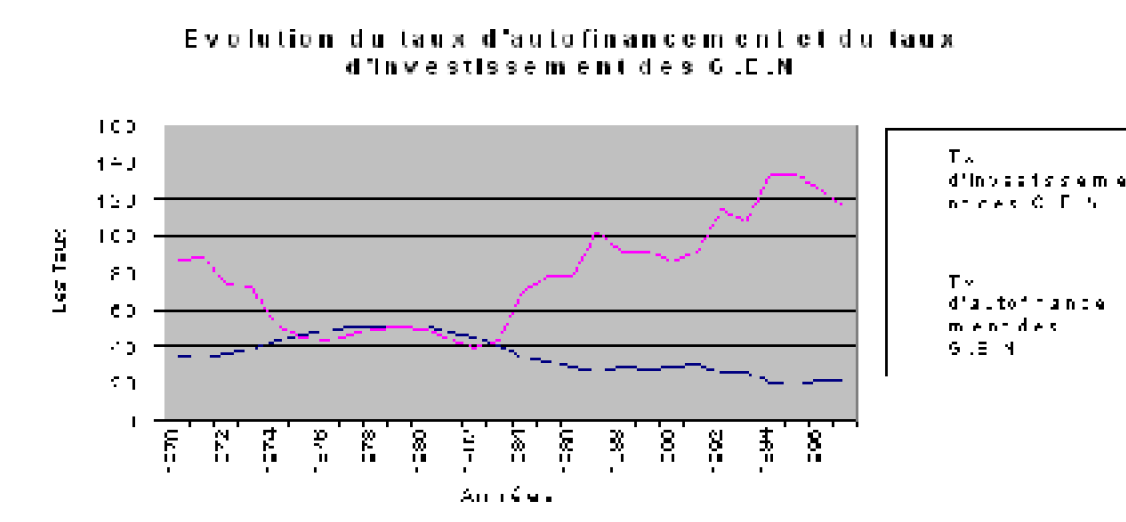
Graphie n° 29

Source : Comptes de la Nation 1998, Insee résultats n°165-166-167, p.146

Le niveau bas des fonds propres des entreprises qui en a résulté est d'ailleurs une caractéristique de plusieurs pays de l'OCDE. En France, cette faiblesse touche particulièrement les petites sociétés qui sont restées sous capitalisées pendant longtemps³⁴². Si l'on regarde le taux d'autofinancement (graphique n°12 ci dessus) pris au sens large et défini par (le rapport : épargne brute + les transferts net en capitaux/ variations de stocks + acquisitions nettes de terrains et d'actifs incorporels), on remarque qu'il ne s'est amélioré substantiellement qu'à partir des années 1986-1988. Néanmoins, l'effort de

³⁴¹ Brémond J.G., (1985), *L'économie française face aux défis mondiaux*, Hatier, Paris, p.77

redressement a été entamé dès 1983, de sorte qu'on peut dire que les mesures prises en faveur des entreprises n'ont pas tardé à produire les effets escomptés.

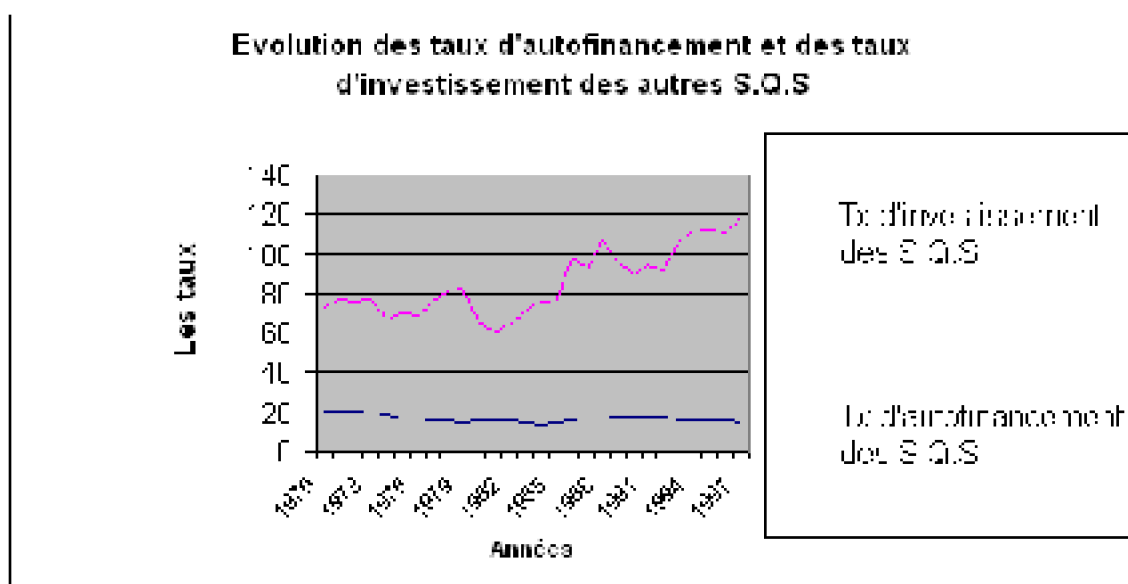


Graphe n° 30

Source : Comptes de la Nation 1998, Insee résultats n°165-166-167, p.146

L'évolution du taux d'investissement et du taux d'autofinancement des GEN montre une relation inverse entre l'évolution de ces deux variables. Ainsi, si les entreprises enregistrent une amélioration de leur capacité de financement, c'est au prix d'un désinvestissement. Toutefois, si l'on observe le graphe n° 31 (Evolution du taux d'investissement et du taux d'autofinancement des autres sociétés et quasi-sociétés non financières) cette conclusion n'est pas corroborée. En effet, aux plus bas taux d'investissement (14,2 à 14,8 %) atteints dans les années 1979, 1984 et 1997, les taux d'autofinancement correspondants avec respectivement 83,2 % 76 % et 118,7 % ne sont pas nécessairement historiquement les plus élevés. Dans le cas des GEN, la forte amélioration du taux d'autofinancement dès 1984, puis plus fortement encore à partir de 1987, s'accompagne parallèlement d'un déclin de l'effort de l'investissement. Ainsi, même si les deux évolutions ne sont pas strictement proportionnelles, la progression du taux d'autofinancement paraissant plus forte que la baisse du taux d'investissement, il n'en demeure pas moins que ce dernier atteint des niveaux historiquement bas entre 1994 et 1997. Or, au même moment, l'autofinancement des GEN est à son plus haut niveau de ces trente dernières années.

³⁴² Cette sous capitalisation n'est pas entièrement due aux modes de financement. La volonté de maintenir un certain contrôle familial ou managérial qui se traduit par une réticence à une ouverture marquée au capital extérieur est également un facteur de cette sous capitalisation.



Graph 31

Source : Comptes de la Nation 1998, Insee résultats n°165-166-167, p.146

A la lumière de ces indications on peut se demander quels liens on peut établir entre l'évolution de ces deux taux. Il faut d'abord signaler qu'en tendance, cette évolution asymétrique entre l'investissement et l'autofinancement reste observée, même si, par ailleurs, la corrélation n'est pas toujours très forte. Ensuite, en examinant les données du début de cette décennie, on s'aperçoit qu'effectivement l'augmentation du taux d'autofinancement se traduit par un repli du taux d'investissement. Cependant cette évolution asymétrique est plus prononcée dans les grandes entreprises. L'atonie de la croissance en France et en Europe pendant les années quatre-vingt dix constitue peut être un facteur explicatif de cette évolution. Celle-ci peut s'expliquer par le fait qu'étant plus gourmandes en capitaux, les grandes entreprises sont encore plus sensibles à l'augmentation des taux d'intérêt réels. Malgré cela, on ne peut conclure que les performances en matière d'autofinancement sont obtenues par le seul sacrifice de l'investissement. Si le désinvestissement a bel et bien aidé les sociétés à améliorer leur capacité financière dans les années quatre-vingt, en revanche, la poursuite de cette amélioration – dans les années récentes- ne semble pas entièrement tributaire de ce même facteur. En tout état de cause, seules les évolutions de ces indicateurs dans les années de reprise seront en mesure de confirmer ou d'infirmer toutes ces conjectures.

3) L'évolution récente des niveaux d'investissement et d'autofinancement des firmes françaises

Comme l'indique le graphe n° 32 ci-dessus, le taux d'autofinancement (mais dans sa version restrictive définie par le rapport épargne brute/formation brute de capital fixe) subit un léger recul, en particulier lors des deux dernières années (en 1999 et 2000) où il est passé sous la barre des 100 %. Cette évolution s'explique d'abord par la reprise de l'investissement. Après une large période de stagnation, voire de recul, celui-ci gagne trois points lors du dernier quinquennat 1995-2000, passant pour l'ensemble des

entreprises non financières, de 16,3 % en 1995 à 19,3 % en 2000. Dans son rapport sur les comptes de la nation, l'INSEE relève d'ailleurs que l'investissement est le plus fort moteur de la croissance française en 2000. Sa contribution à l'accroissement du PIB (1,2 points) approche même celle des dépenses de consommation pour un poids pourtant nettement moindre (19,7 % versus 54,1%). Ce redémarrage de l'investissement s'explique à son tour par un contexte macro-économique nettement plus favorable. La baisse des taux d'intérêts réels tout en réduisant le coût d'opportunité et les primes de risque augmente l'éventail des projets d'investissement rentables favorisant de ce fait le recours au financement externe. Cela explique en partie la baisse des taux d'autofinancement des entreprises françaises qui devaient par ailleurs rattraper leur retard en matière de nouvelles technologies d'information et de communication (NTIC)³⁴³.

Tableau n° 8 : L'évolution récente des taux d'investissement et des taux d'autofinancement des firmes françaises

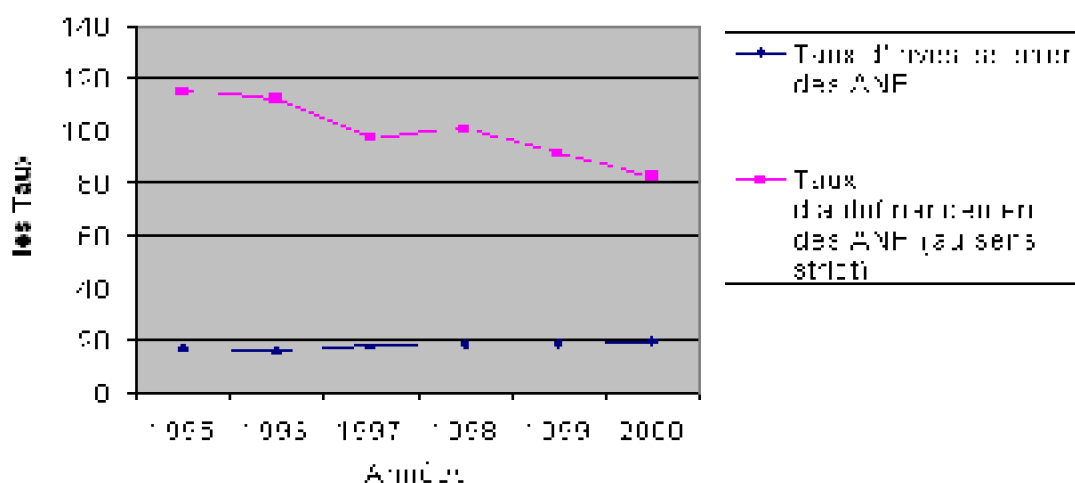
	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Taux d'investissement des S.N.F	16,3	16,1	17,4	18	18,5	19,3
Taux d'autofinancement des S.N.F	115	112	97,4	100,5	91,4	82,5
Source: Rapport sur les comptes de la Nation 2000, Insee Résultats + cédérom n°743 p.80						

Enfin, la mise en place de l'Euro signe la disparition du risque de change au sein de « l'eurocrate »³⁴⁴ augmentant de ce fait la résistance aux chocs externes des économies européennes³⁴⁴, ce qui est un facteur non négligeable dans les décisions d'investissement. Si dans l'ensemble, cette reprise de l'investissement se traduit par un recul du taux du taux d'autofinancement celui-ci doit néanmoins être relativisé. Sur un plan strictement technique, l'abandon de l'ancienne distinction entre Grandes Entreprises Nationales (G.E.N) et autres Sociétés et Quasi-Sociétés non-financières (autres S.Q.S) pour ces dernières années³⁴⁵ rend cette baisse relativement moins importante.

³⁴³ La Direction de la Prévision évalue le taux de croissance de l'investissement des entreprises en nouvelles technologies à plus 10% par an depuis 1994 . Depuis 1998, ce taux grimpe à plus de 20% grâce notamment à un début de propagation de ces technologies à l'ensemble de l'économie française.

³⁴⁴ La disparition de ce risque de change intra-zone n'explique pas à elle seule cette résistance. Celle-ci s'explique aussi par la relative faible part du commerce extérieur de « l'euroland » dans son PIB, l'essentiel des flux de biens et services se faisant à l'intérieur de la zone. A cela s'ajoute le respect des critères de stabilité qui sous-tendent la politique monétaire de la BCE, offrant ainsi une certaine visibilité aux agents économiques. L'ensemble de ces éléments vient atténuer les effets indésirables liés à la globalisation financière. La résistance aux effets des crises asiatique et russe de 1997/1998 offre une parfaite illustration à cet égard.

L'évolution récente des taux d'investissement et des taux d'autofinancement des firmes françaises



Graphe n° 32

Source : Rapport sur les comptes de la Nation 2000, Insee Résultats + cédérom n°743, p.80

Le taux d'autofinancement de ces dernières est proche du taux d'autofinancement enregistré ces dernières années pour l'ensemble des entreprises (entrepreneurs individuels mis à part) non-financières. En outre, avec un taux moyen de 99,8% sur les six dernières années, le taux d'autofinancement des firmes françaises demeure structurellement élevé. Le niveau historiquement bas des taux d'intérêt réels à long terme (autour de 5 % pour les emprunts d'Etat à dix ans, et moins de 7 % pour les grandes capitalisations), favorable aux opérations de restructuration des dettes, ne peut que contribuer à accroître ce niveau d'autofinancement, comme l'atteste la multiplication des augmentations de capital et des émissions de titres de quasi-fonds propres³⁴⁶ (telles les O.C.A.N.E)³⁴⁷.

Au total, l'évolution majeure qu'il est intéressant de noter est le bouleversement des structures de financement des entreprises. Ces dernières, peuvent désormais couvrir entièrement leurs besoins de financement par des ressources internes. De ce fait, leur dépendance vis-à-vis des financements externes s'est atténuée, ce qui correspond à un

³⁴⁵ Cette nomenclature est de moins en moins pertinente pour au moins deux raisons. D'une part la privatisation et/ou l'ouverture du capital des anciennes sociétés nationales réduit inexorablement le poids de ces GEN, d'autre part, le développement et l'expansion de certaines sociétés cotées, devenus de grandes multinationales, leur donne un poids (capitalisation, chiffre d'affaire,...) nettement supérieurs à ces GEN (exemple d'AXA, Carrefour, Total Fina Elf, Vivendi Universal ,...

³⁴⁶ Bien entendu à court terme cette tendance peut être contrecarrée par le recul du niveau des *cash flows* anticipés du fait du fort ralentissement de la croissance (voire de la récession) que connaissent certaines économies occidentales et quelques pays émergents.

³⁴⁷ Obligations convertibles en actions nouvelles à émettre ou en actions existantes.

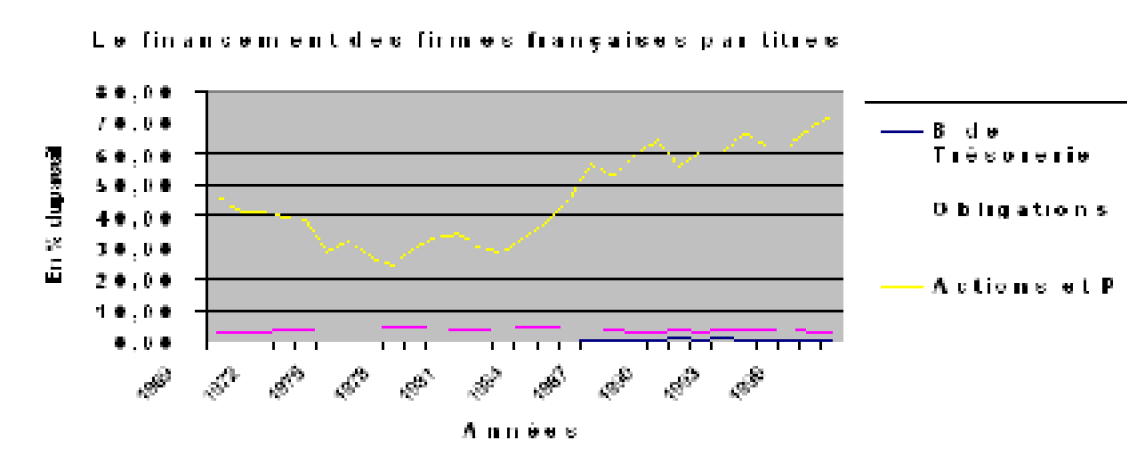
des critères importants de la sortie du modèle de l'économie d'endettement et de la convergence vers système d'économie de marchés de capitaux ³⁴⁸. Toutefois, les sociétés non-financières n'en continuent pas moins de recourir à de tels financements. Si importantes soient-elles les performances enregistrées en matière d'autofinancement ne constituent qu'un début du processus d'assainissement. N'étant pas à l'abri d'un retournement de situation, les entreprises ne peuvent prendre le risque de consacrer l'intégralité des fonds dégagés – au titre de capacité de financement – dans des projets d'investissement. Leur croissance organique et/ou externe nécessite encore un apport substantiel de capitaux externes. Ceux-ci peuvent être obtenus par émission de titres sur les marchés de capitaux ou par voie de crédits bancaires ou auprès d'autres entreprises. Les arbitrages entre ces différentes sources de financement dépendent alors de plusieurs facteurs.

II) Les financements externes

1) Le financement sur les marchés de capitaux

a) Une vive progression des émissions d'actions

A la suite du développement qu'ils ont connu, les marchés de capitaux ont vu leur rôle dans le financement des entreprises françaises progresser de plus en plus. Le graphique ci-dessous montre en effet que les émissions de valeurs mobilières, en particulier les actions et autres participations, sont en constante progression depuis la fin des années soixante-dix. Elles marquent en cela une tendance inverse de celle des crédits.



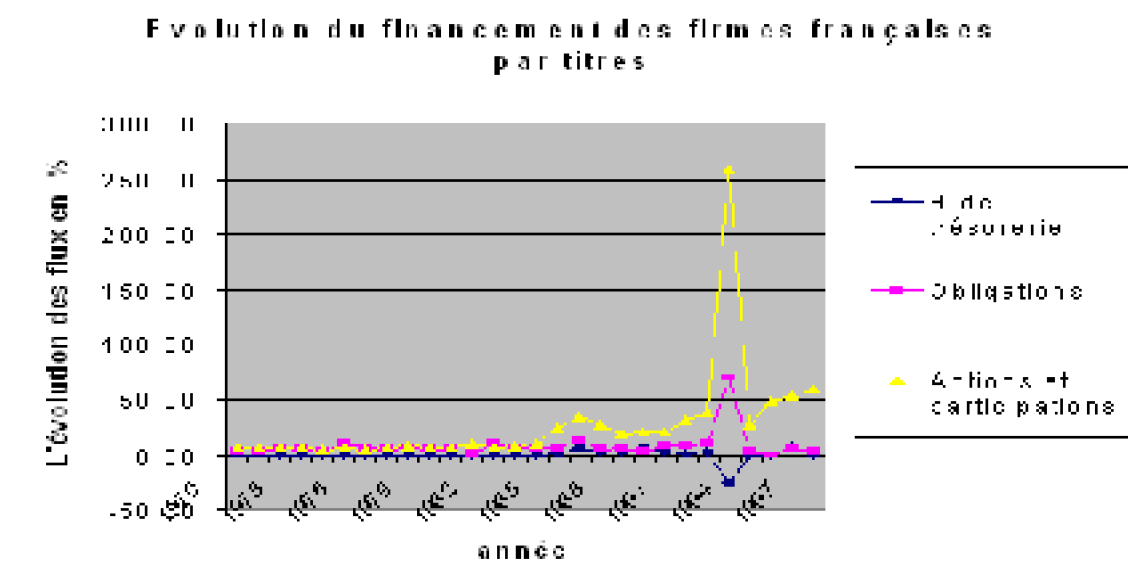
Graphe n° 33

Source : Données extraites des T.O.F en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

De manière plus précise, les titres monétaires et financiers qui ne comptaient que pour moins de 35 % dans les ressources externes des sociétés et quasi- sociétés non

³⁴⁸ Nous ne parlons pas à ce stade, de passage à une économie de marchés financiers tels que définie dans la distinction de Hicks car d'autres conditions doivent être remplies. En outre, une telle mutation suppose une évolution structurelle profonde dont nous examinerons certains traits dans la dernière section.

financières entre 1977 et 1980, représentent plus de 65 % de ces mêmes ressources en 1993 et dépassent les 72 % en 1997. Les actions et autres participations constituant l'essentiel de cet encours. Comme le montre le graphique ci-après, qui retrace l'évolution du financement en flux des firmes françaises, la part relative des financements sur les marchés de capitaux suit une tendance haussière. D'ailleurs, si l'on exclut la parenthèse des nationalisations de 1981-1982 et celle du mini-krach boursier d'octobre 1987 (et ces effets à court terme), la progression de ces émissions a été fulgurante et presque sans interruption entre 1978 et 1997. Si les actions, obligations et autres participations dépassent largement les deux tiers de tout le stock des ressources externes dès 1997, c'est que les flux de ces « nouvelles » ressources connaît également une croissance annuelle à deux chiffres par rapport aux années soixante-dix où prédominait le financement bancaire. En 1997, cette croissance atteint 59 % dont 51 % pour les seules actions et autres participations³⁴⁹. Outre les différentes mesures prises en faveur des placements en actions et les privatisations et ouvertures de capital survenues depuis 1986, cette progression des actions traduit un arbitrage de portefeuille de la part des entreprises.



Graphe n° 34

Source : Données extraites des T.O.F en flux, S.E.S.O.F, Banque de France

Ces dernières substituent ces titres à l'endettement. Cette substitution s'explique par trois raisons essentielles :

- d'une part, la hausse des taux d'intérêt réels³⁵⁰ rend les crédits onéreux. La crise de débouchés et la concurrence vive qui l'accompagne rognent sur la rentabilité de

³⁴⁹ Il faut signaler à cet égard que l'envolée spectaculaire de l'année 1993 tant des actions que des obligations est essentiellement due à une anomalie comptable dans les données de la Banque de France. Le total des flux enregistré au passif des entreprises apparaît en effet anormalement bas de sorte que le rapport des flux des différentes opérations sur ce total donne systématiquement un pourcentage élevé. D'ailleurs, ce problème n'apparaît pas dans les graphes des encours.

l'entreprise et rendent l'effet de levier de l'endettement incertain, d'autant plus que la fiscalité n'est pas toujours avantageuse ;

- d'autre part, l'introduction sur les marchés financiers permet aux entreprises de faire participer directement les épargnants aux risques qu'elles encourent. Sauf stratégie de signalisation, qui ne saurait être indéfiniment dissociée de la rentabilité financière de l'entreprise³⁵¹, la distribution de dividendes est en effet entièrement tributaire des résultats de l'entreprise ;
- enfin, le recours au marché est un moyen qui permet aux sociétés non financières de diversifier leurs ressources. Cette diversification est un rempart contre un rationnement drastique des crédits par les banques, rationnement qui peut facilement se situer en deçà de l'équilibre du marché surtout dans les phases de basse conjoncture³⁵². Ce rationnement peut s'expliquer par deux raisons fondamentales que sont l'asymétrie de l'information et l'incertitude.

Si l'on se situe dans un cadre d'asymétrie informationnelle, même si les deux contractants sont « omniscients », la banque peut craindre un comportement opportuniste (hasard moral) de la part de son client. Celui-ci peut en effet opter pour des projets beaucoup plus risqués que ceux initialement présentés pour l'obtention du prêt dans la mesure où l'espérance de gain est ainsi multiplié tandis que le risque additionnel est intégralement à la charge des actionnaires (cas typique du conflit actionnaires/ créanciers dans lequel les dirigeants sont eux même actionnaires ou alignent leur comportement sur ces derniers). De même, dans un environnement économique mouvant caractérisé par une évolution rapide des métiers et des technologies, la concurrence accrue entre les divers organismes financiers (banques, sociétés d'assurance, fonds de pension, fonds spéculatifs,...) rend le contrôle d'autant plus coûteux que ces bénéfices profitent largement aux concurrents (phénomène de *hold up*, Grossman et Hart, 1980). Dans cette optique et dans un souci de diversification et d'augmentation des parts de marché, de moins en moins d'organismes financiers possèdent une expertise profonde des métiers de leurs clients³⁵³. Ils sont de ce fait très vulnérables devant le risque de sélection adverse. Il est évident que dans de telles situations, l'élévation du taux d'intérêt ne peut qu'augmenter le risque pour l'établissement du crédit. En agents rationnels, les banques peuvent alors, dans les situations de crise conjoncturelle, réduire significativement leurs concours aux entreprises, ce qui est susceptible de peser sur la solvabilité de certaines firmes. Le second motif qui est derrière le rationnement du crédit est l'incertitude. Quand bien même les deux partenaires peuvent coopérer pour diminuer les problèmes d'has-

³⁵⁰ Depuis le début des années quatre-vingt et compte tenu d'une inflation contenue à moins de 2,5% annuellement, les taux d'intérêt réels à long terme tels qu'ils sont perçus par les entreprises ont été à dix ans une volée à plus de 6%.

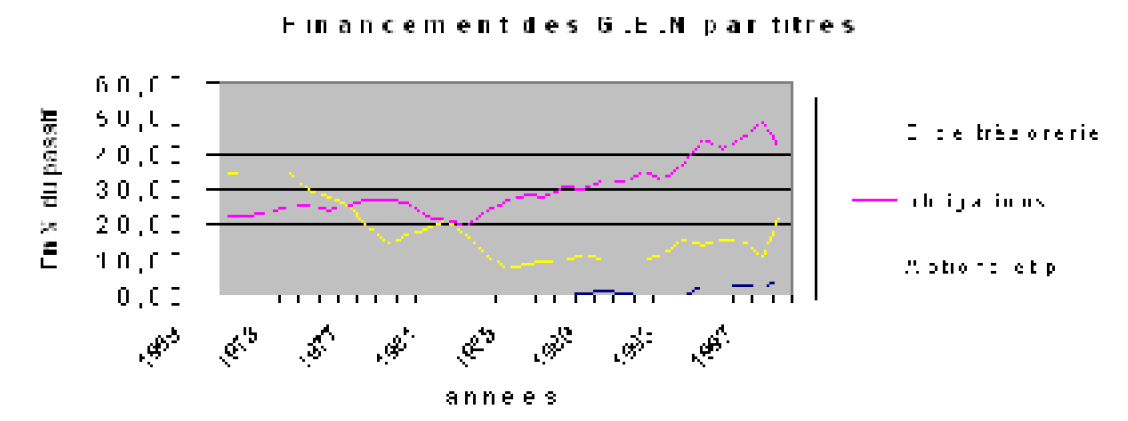
³⁵¹ Contrairement aux années précédentes où certaines banques d'investissement, en particulier allemandes et japonaises, avaient cette connaissance acquise grâce aux relations à long terme qu'elles entretenaient avec leurs clients.

³⁵² Payelle Créfaur N., (1994), « Le canal du crédit dans les mécanismes de la transmission de la politique monétaire en France », *GDR monnaie et financement*, Paris, 15 décembre, p.12

³⁵³ Contrairement aux années précédentes où certaines banques d'investissement, en particulier allemandes et japonaises, avaient cette connaissance acquise grâce aux relations à long terme qu'elles entretenaient avec leurs clients.

d'alléger leur structure financière par diminution du « *gearing* ». En facilitant la comparaison avec d'autres entreprises du même secteur ou de la même aire géographique, cette cotation concourt même à réduire l'incertitude vis-à-vis des investisseurs. Par ailleurs et en dehors de cette explication d'ensemble, on relève que selon leur taille, leur historique, les entreprises ne subissent pas le même traitement. Dans cette optique, il serait intéressant de voir si la montée des financements marchands a profité de la même façon aux GEN qu'autres sociétés et quasi-sociétés non financières.

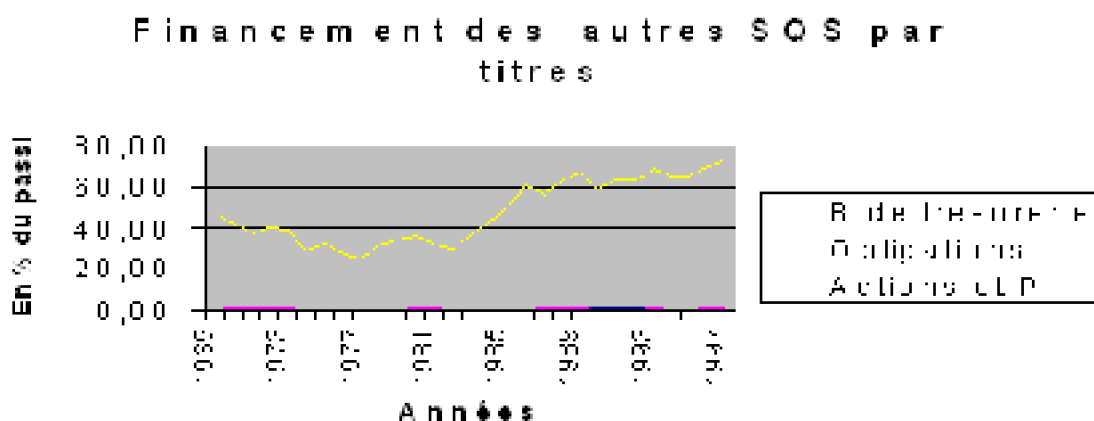
b) L'évolution comparée du financement par titres des GEN et des autres sociétés et quasi- sociétés non financières



Graphe n° 35

Source : Données extraites des T.O.F en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

A la différence des graphes n° 15 et n° 16, où nous avons fait abstraction de la distinction juridique entre les GEN et les autres sociétés, et où nous avons constaté que les actions et autres participations constituent l'essentiel des capitaux levés sur les marchés tant en encours (graphe 32) qu'en flux (graphe 33), le graphe n° 35 montre à l'inverse une prépondérance des obligations par rapport aux actions dans le passif des grandes entreprises (GEN). De 20 % à 25 % du passif des GEN, au début des années quatre-vingt, celles-ci passent à plus de 40 % en 1997. Parallèlement, le stock du capital levé sous forme d'actions et autres participations connaît une baisse tendancielle. De plus de 30 % au début des années soixante, l'encours des actions et autres participations n'atteint qu'environ 10 % du capital des GEN avant de se redresser vers 1997. Cependant cette part ne représente que la moitié des ressources détenues sous forme obligataire. Cette situation est complètement à l'opposé des autres sociétés et quasi-sociétés non financières (confère le graphe n° 36 ci-après). Ainsi, dès 1985 plus de 40 % des ressources externes de ces sociétés sont collectées sous forme d'actions et autres participations et cette tendance ne fait que s'amplifier puisque cette part monte à plus de 73 % en 1997.



Graphique n° 36

Source : Données extraites des T.O.F en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

Cette progression spectaculaire de ce type de ressources dans le financement des entreprises françaises apparaît d'ailleurs clairement dans le graphe ci-après (graphe n° 37) qui retrace les évolutions en flux.

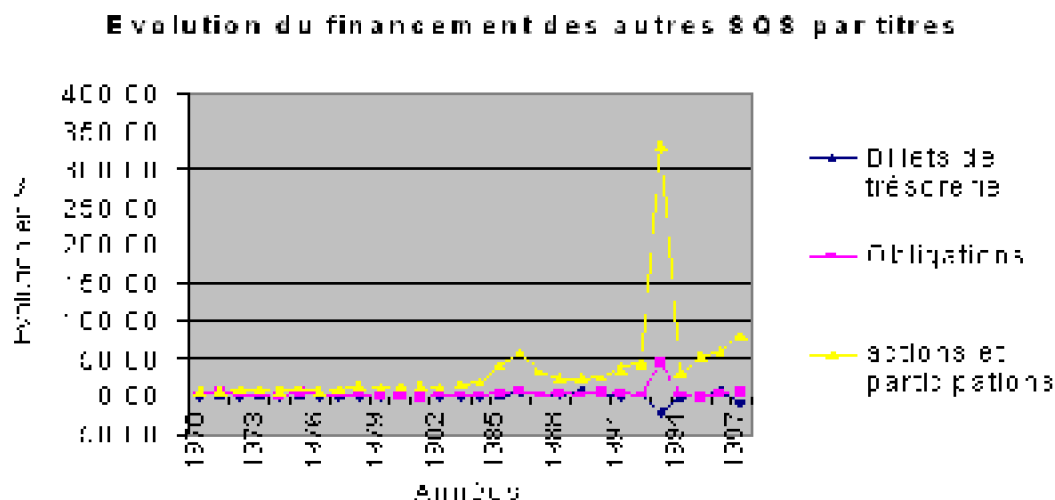
Hormis l'anomalie statistique déjà signalée pour 1993, on remarque une progression continue des flux de capitaux collectés sous la forme d'actions et autres participations et à l'inverse une stagnation des ressources obligataires dont la contribution au financement de ces entreprises demeure encore marginale. Celles-ci n'ont en effet jamais dépassé 2 % des ressources externes collectées par les autres S.Q.S.

Enfin, les billets de trésorerie qui ont fait leur apparition dans le paysage financier français n'entrent en moyenne qu'à hauteur de moins de 1 % des fonds collectés par les entreprises (2.4 % pour les G.E.N et moins de 1 % pour les autres sociétés). Il est vrai que ces produits servent essentiellement à alimenter les firmes en liquidité. Toutefois, on peut se demander pourquoi ces disparités atteignent parfois de telles ampleurs.

Le premier constat qui ressort des divers graphes est que l'évolution du financement des autres sociétés et quasi-sociétés non financières est plus proche de celui de toutes les entreprises prises dans leur ensemble (entreprises individuelles non comprises) que le financement des G.E.N qui montre des tendances propres. Cela traduit d'abord la diminution tendancielle du poids relatif des G.E.N au sein du système productif depuis le mouvement de privatisation et d'ouverture de capital. A mesure que ce mouvement de transfert de propriété des grandes entreprises du public vers le privé se poursuit, la pondération des G.E.N dans le total des entreprises (désigné par la rubrique S110 dans les T.O.F) diminue. Par conséquent, l'évolution du financement des autres sociétés et quasi-sociétés non financières (S.Q.S) est plus représentative de la tendance générale.

Au-delà de cette précision, la progression asymétrique des obligations et des actions dans le passif des G.E.N est, en partie, liée au statut juridique de ces entreprises. Etant de statut public, celles-ci sont automatiquement limitées dans la possibilité d'ouverture de leur capital aux investisseurs extérieurs (augmentation de capital sur le marché, ou cession de part de capital à d'autres firmes). Or depuis le mouvement de déréglementation des économies occidentales³⁵⁴, le recours aux anciens mécanismes

d'aide et de bonification est terminé. Pour satisfaire leurs importants besoins de financement et de restructuration auxquels le système bancaire ne pouvait pas répondre dans leur totalité, les G.E.N ont augmenté leurs émissions obligataires.



Graphie n° 37

Source : Données extraites des T.O.F en flux, S.E.S.O.F, Banque de France

Cette progression a été favorisée par deux éléments. D'une part, la modernisation de la gestion de la dette publique a largement favorisé l'expansion de ce marché en France, d'autre part, l'inclusion des G.E.N dans le secteur public leur confère un avantage en matière de risque par rapport aux entreprises privées puisqu'elles bénéficient implicitement de la protection de leur actionnaire principal, l'Etat. Même si elles doivent verser une prime de risque par rapport aux emprunts de référence (emprunts d'Etat) celle-ci est souvent inférieure à celle exigée des sociétés privées. Cela nous permet en partie de comprendre pourquoi même ces dernières années les obligations ne concourent qu'à hauteur de 3 % à 4 % des ressources externes de l'ensemble des entreprises. Ce ratio descend même à une part non significative de moins de 2 % quand on retire les G.E.N (à comparer avec une moyenne proche de 40% pour les G.E.N). A l'inverse, l'importance du poste actions et autres participations dans le passif des autres S.Q.S découle directement des vagues de privatisations de 1986 et 1993.

Les offres publiques de vente (O.P.V) qui consacrent le transfert, intégral ou progressif (après un passage par la formule du capital mixte), au secteur privé de nombreuses firmes s'accompagne souvent d'une augmentation de capital ce qui accroît le volume des fonds ainsi levés. D'ailleurs, on note une nette augmentation de ces ressources dans les années qui ont suivi ces deux périodes. Intervenu à une époque où les taux d'intérêts réels étaient historiquement élevés, la phase de restructuration de l'économie française a mis en évidence sinon l'urgence, du moins la nécessité pour beaucoup d'entreprises de renforcer leur niveau de fonds propres. Déjà largement

³⁵⁴ Qui se traduit au sein de l'union européenne par une limitation et une surveillance draconiennes des aides publiques aux entreprises.

accaparé par les émissions du Trésor et, dans une moindre mesure, par celles de quelques grandes entreprises, le marché obligataire devient encore, du fait de la tension sur les taux, plus inaccessible à un grand nombre de firmes ³⁵⁵. On peut d'ailleurs se demander s'il existe réellement un marché d'obligations privées ou *corporate*. Celui-ci n'a vraiment pris une dimension importante qu'avec la mise en place de l'euro et le lancement, quelques mois après, de gigantesques emprunts par les opérateurs télécoms en vue de financer l'acquisition de licences *UMTS*.

La jonction de ces différents éléments aboutit à une certaine transformation des modes de financement caractérisée par la montée des financements marchands par titres, notamment par actions, des firmes françaises. Cependant certains canaux de collecte de capitaux, tels les billets de trésorerie, demeurent marginaux.

Le succès très mitigé des billets de trésorerie est le troisième trait remarquable du financement par titres négociables. Conçus pour permettre aux entreprises de résoudre leurs problèmes de trésorerie en intervenant sur le marché monétaire, leurs émissions n'ont pas connu un franc succès. En termes d'encours ces actifs ne s'élèvent qu'à 27,52 milliards d'euros en 1997 - qui est pourtant le plus haut niveau jamais atteint- soit 0,62 % du total des dettes des entreprises. Cette faiblesse des émissions de billets de trésorerie -malgré l'abaissement du montant unitaire de 0,76 million d'euros à un million d'euros - tiendrait aux frais d'émission qui demeurent élevés pour les P.M.E et à certaines exigences telle que l'obligation de publier des états trimestriels, semestriels et annuels ainsi que l'obligation de notation ³⁵⁶.

A ces inconvénients, on peut ajouter également l'attrait des Bons à moyen terme négociables, qui exercent un certain effet d'éviction sur le reste des titres courts et particulièrement ceux qui portent une signature secondaire. Les entreprises, qui sont les émetteurs les plus risqués du marché monétaire ³⁵⁷, voient de ce fait leurs titres courts occuper une place inconfortable. Cependant, cette atonie des billets de trésorerie n'est pas seulement un phénomène de demande mais aussi d'offre. On estime que l'ouverture de ce marché aux non-résidents pourra lui donner un grand souffle ³⁵⁸. Celle-ci sera alors plus en phase avec la montée générale des financements par le biais des valeurs mobilières.

c) Une mobiliérisation croissante des financements

Depuis 1987, les marchés financiers sont devenus la première source de financement des

³⁵⁵ En effet, la hausse des taux d'intérêt réels accroît parfois considérablement le coût des ressources pour les entreprises diminuant d'autant leur espérance de rentabilité et de profits. Cela se traduit alors par une augmentation des primes de risques par rapport aux emprunts sans risque, phénomène que les anglo-saxons désignent par "*flight to security*"

³⁵⁶ Le guide des financements (1992), *Problèmes économiques* n° 2298, p.6

³⁵⁷ d'autant plus que ce sont des agents dont les actifs sont souvent peu liquides et par conséquent peu mobilisables à court terme.

³⁵⁸ Le guide des financements, op cit., p.5

entreprises (à l'exception des petites entreprises familiales et des sociétés de crédit-bail). En effet, depuis cette date, plus de 60 % des ressources externes des sociétés non financières sont constituées de valeurs mobilières dont plus de 90 % d'actions et autres participations (cf graphes n° 32 et 35). A priori cela peut sembler surprenant voire en contradiction avec les résultats montrant que les actions sont loin de constituer le placement privilégié des établissements de crédit et des investisseurs institutionnels. L'examen des placements des entreprises montre que les actions constituent également le premier et le plus important - plus de 60 % ces dernières années- poste de leur actif³⁵⁹. Deux pistes peuvent être empruntées pour expliquer cette coïncidence entre la progression des placements et des financements par actions des sociétés non financières:

- le premier élément concerne les opérations de croissance externe et en particulier la vague des fusions acquisitions qui s'est développée dans les années 1986-1990³⁶⁰. Ainsi, en 1988, les placements en actions et autres participations ont dépassé les financements par les mêmes titres;
- cependant, le fait que le recours des entreprises aux actions et autres participations -tant pour les placements que pour les financements- ait commencé bien avant les privatisations de 1986-1987 et se soit même renforcé après 1990, montre bien que les opérations de fusion acquisitions n'en constituent pas le seul motif. Du reste on sait que quelle que soit l'ampleur des opérations de croissance externes, celles-ci sont complémentaires des opérations de croissance organique, la thèse de l'éviction du réel par le financier n'ayant pas été formellement validée jusqu'à maintenant.

Cet engouement pour les actions relèverait alors d'une stratégie basée sur le renforcement des fonds propres des entreprises. Cette stratégie est utile à plus d'un titre puisque outre l'assainissement de la structure financière à travers une diminution du "gearing" elle permet à la firme d'être toujours en position de saisir les opportunités de croissance externe, une des sources importante des *cash flow* futurs. En effet, contrairement aux enseignements de la thèse de Modigliani et Miller sur la neutralité du passif d'une firme sur son rendement, les formes de financement peuvent avoir des impacts différents. Ainsi, si en temps d'inflation une firme a intérêt à s'endetter, en temps de désinflation, les charges financières accroissent sa vulnérabilité³⁶¹. A l'inverse de l'endettement excessif qui limite l'expansion de l'investissement, à cause notamment de la contrainte de solvabilité, l'amélioration de la situation financière stimule celui-ci. Ainsi, une étude de l'INSEE (1992) fait ressortir que l'amélioration de la situation financière des entreprises expliquerait la moitié de la hausse de l'investissement entre 1984 et 1987³⁶².

³⁵⁹ Pendant cette période ces indicateurs (situation financière, rentabilité) ont enregistré des
Ce montant est très important puisqu'en termes de taille de bilan, les entreprises (S11+S12) constituent de loin l'agent le plus important, telle qu'ils sont répertoriés dans la nomenclature des T.O.F

³⁶⁰ Lahidji R., (1994) " le financement de l'économie française depuis 1980", *Problèmes économiques* n°2371, avril, p.25

³⁶¹ Matray L., (1992), "L'impérieuse nécessité des fonds propres", *Economie financière* n° 20, p.13

³⁶² Rapport sur les comptes de la nation, (1990) in Matray L., op cit p.15

hausse respectives de 54 et 12,5 points. En outre, une étude de la Centrale de Bilans portant sur les contraintes pesant sur les projets d'investissement montre que la principale contrainte est celle née d'un endettement excessif. Toutefois, si celui-ci limitait les projets de 20 % des entreprises en 1986, en 1989 il n'entravait que 10 % des entreprises (suite à l'effort de désinvestissement).

En dehors de cet avantage, l'augmentation des fonds propres améliore même les conditions d'accès aux financements externes tant sur les marchés qu'auprès des banques. Néanmoins, cette amélioration des fonds propres ne profite pas à toutes les firmes. Ainsi, sur vingt mille sociétés de plus de dix salariés, mille deux cent à mille cinq cent d'entre elles seulement auraient accès aux ressources des marchés financiers en dépit de la création du second marché³⁶³. Outre le problème de notoriété et l'exiguïté du marché actions français³⁶⁴, nombre de petites entreprises rechignent à lancer des appels publics à l'épargne pour ne pas courir le risque d'une remise en cause de l'équipe dirigeante³⁶⁵. C'est donc aussi bien un phénomène d'offre que de demande de financements.

Enfin, le caractère peu développé du capital risque en France³⁶⁶ ne fait qu'augmenter les difficultés des PME-PMI. Pour ces dernières le recours au crédit bancaire reste donc incontournable. Au-delà, on peut se demander cependant si ces crédits concourent encore pour une part importante au financement des autres entreprises.

2) Le financement par crédits

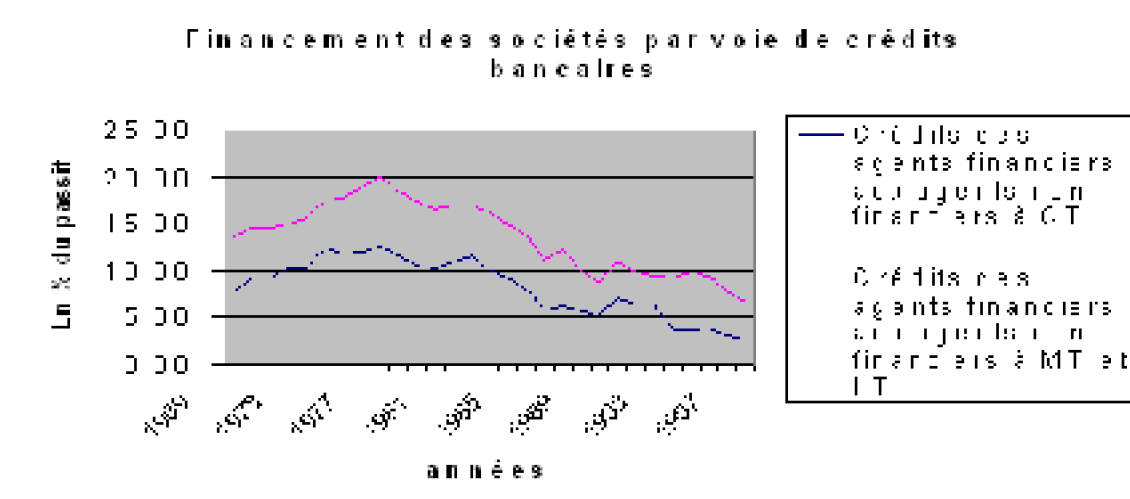
a) Le crédit bancaire, un mode de financement moins prisé

³⁶³ Matray L (1992), op cit., p.25

³⁶⁴ Le compartiment obligataire de la bourse, comme du marché primaire s'est mieux développé et a connu une plus grande expansion

³⁶⁵ Szpiro D., (1992) " Point de référence sur le marché des actions françaises", *Revue d'économie financière* n°20, p.36

³⁶⁶ Cherif M, (1992) " le capital -investissement dans le financement des PME-PMI en France", *GDR monnaie et financement*, Université Lumière Lyon2.



Graphie n° 38

Source : Données extraites des T.O.F en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

Traditionnellement, le crédit bancaire constituait, à côté des concours de l'Etat, une des plus importantes sources de financement des entreprises françaises. Comme le montre le graphie n° 38 ci-dessus (financement des entreprises par voie de crédits bancaires), ces crédits ont atteint leur plus haut niveau dans la seconde moitié des années soixante-dix. Le tarissement des liquidités consécutif au premier choc pétrolier a été compensé par un recours accru à la transformation. De 1976 à 1979, le volume des crédits bancaires octroyés oscillait entre 30 % et 32 % des ressources externes des firmes françaises. Ce montant peut paraître dérisoire au regard de la place du crédit avant la réforme financière.

Justement et comme nous le verrons dans le point suivant, les crédits interentreprises dépassaient au même moment 26 % du passif des sociétés financières, soit donc une part de ressources mobilisée sous forme de prêts supérieure à 56 % de ce même passif³⁶⁷. La mise en place du plan Barre de stabilisation en 1978, s'est traduite par une légère contraction des crédits bancaires qui passent de 32,53% des ressources externes des entreprises en 1977 à 26,51% de ces mêmes ressources en 1980. Malgré une timide reprise en 1981- 1982, à la suite du plan de relance de la nouvelle majorité socialiste, la baisse des crédits bancaires devient irréversible. Le processus de désendettement des sociétés non financières françaises a abouti à une chute brutale des encours de crédits bancaires. En 1988, ceux-ci n'entrent plus que pour 15 % des financements externes des entreprises. Les crédits à moyen et long terme ont même atteint le bas niveau historique (201,17 milliards d'euros, soit seulement 8,9 % du passif). Ce recul a été compensé par une envolée des ressources collectées sur les marchés financiers. Néanmoins, on ne peut pas s'empêcher de faire le parallèle avec le recul du taux d'investissement, d'autant plus qu'une partie des financements de marché devraient servir à une croissance externe.

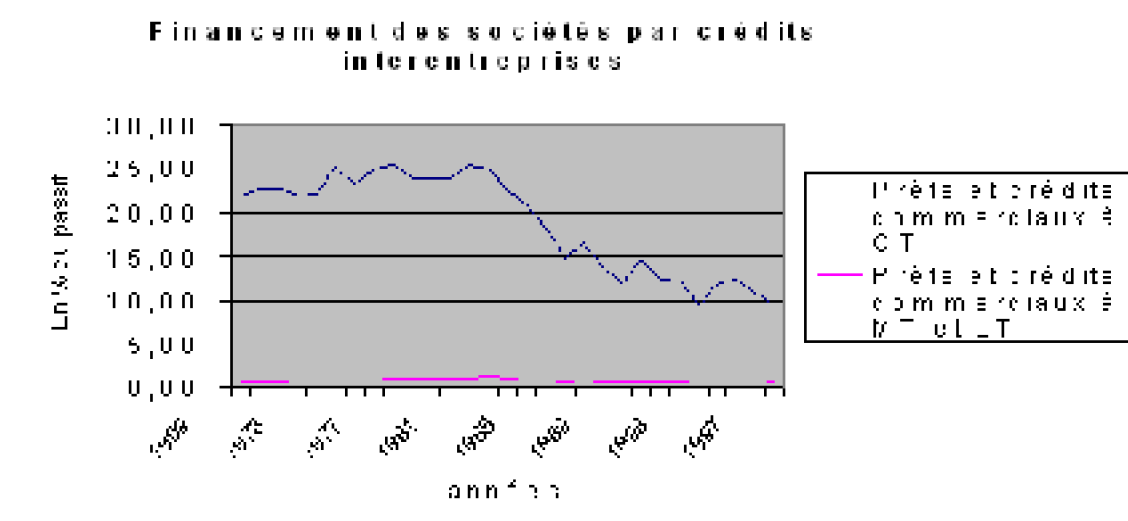
³⁶⁷ On remarque que les sommes des ressources collectées sur les marchés de capitaux et par voie de crédits n'atteignent pas 100 % du passif des entreprises. Les 10 à 15 % restant étant constituées par la détention de liquidités et surtout les décalages comptables qui étaient très élevés. Ces décalages continuent d'ailleurs à être encore problématiques pour les T.O.F.

A partir de 1988, on assiste à une reprise de l'endettement. Celle-ci intervient après le mini-kraich d'octobre 1987. On ne peut cependant dire que les ces deux modes de financement soient substituables. Au-delà des difficultés d'obtention de fonds pour certaines sociétés (du à un double phénomène d'offre et de demande) cette évidence ressort directement des graphes eux-mêmes. En effet, si telle était le cas, on aurait de fortes amplitudes tant pour les variations des encours de crédit que pour celles des valeurs mobilières inscrites au passif des entreprises. Les faibles amplitudes indiquent au contraire que ces deux modes de financement sont complémentaires, surtout si l'on observe l'évolution des crédits (bancaires et interentreprises) entre 1988 et 1997. Ceci étant, il faut souligner que sur le très long terme, une certaine substitution existe. Ainsi, entre la fin des années soixante-dix et la fin des années quatre-vingt, la structure de financement des sociétés non-financières a nettement changé. Les financements de marché qui ne représentaient que 30 % (en moyenne) des ressources externes entre 1976 et 1980, sont passés à 60 % dix ans plus tard et à plus de 70 % en 1997. Parallèlement, les crédits bancaires ont reflué de 32 % à 15 % puis à moins de 11 % de l'ensemble des ressources collectées tandis que les crédits interentreprises reculent également de 26 % à 15 % pour n'atteindre que 10,17 % en 1997 ³⁶⁸. En dépit d'une légère reprise de l'investissement en 1987, certains analystes ³⁶⁹ estiment que cela n'est pas à l'origine du redressement du crédit bancaire. Certes, la facilité de mobilisation des crédits de trésorerie, ainsi que la spéculation ont contribué à une croissance vive des crédits d'exploitation et du crédit bail entre 1987 et 1990. Mais en dehors de ces deux éléments, la conjoncture de ces années ne présentait pas de traits particuliers qui aurait été à l'origine de cette reprise des crédits. Pour Ricarte P (1993), cette substitution de l'endettement aux fonds propres, qui ne se produit d'ailleurs qu'à court terme, s'expliquerait par des opportunités de placements financiers qui étaient offertes aux sociétés dans la fin des années quatre-vingt. Elle est donc en décalage avec l'évolution du cycle réel. Si nous admettons cette substitution à court terme, nous estimons en revanche que cette évolution des crédits ne peut être dissociée de celle de l'activité car dès le début de la récession en 1991, ces crédits diminuent. Cette baisse s'est même généralisée aux crédits interentreprises.

b) le crédit interentreprises en forte baisse

³⁶⁸ Ces chiffres et pourcentages, sont les résultats effectués sur les données des T.O.F en encours et représentés dans les différents graphes

³⁶⁹ Ricarte P., (1993) " Le crédit aux entreprises: logique économique ou logique financière ?", *Problèmes économiques* n° 2350, novembre,p.19



Graph n° 39

Source : Données extraites des T.O.F en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

Par rapport à certaines économies des pays industrialisés, l'économie française se distingue par l'importance du crédit interentreprises. Comme le montre graph n °39 précédent, le crédit interentreprises (qui est essentiellement à court terme, un crédit commercial) constituait jusqu'en 1986 entre 20 % et 25 % des ressources externes des sociétés non financières. Pendant toute cette période, cette part relative ne connaît pas d'amples variations.

L'atonie des marchés de capitaux français et le mécanisme d'encadrement de crédit mis en place pour contrôler la progression du volume des liquidités ont constitué de fortes contraintes pour le financement externe des entreprises. Celles-ci qui n'avaient qu'une faible capacité d'autofinancement ont dû recourir à cette forme d'emprunt pour combler leur manque de ressources. Le crédit interentreprises n'était donc rien d'autre qu'un moyen de contourner la contrainte réglementaire qu'était l'encadrement du crédit. D'ailleurs, dès les années 1986-1987 qui correspondent à la levée de ce rationnement, ces prêts enregistrent une baisse sensible. Ils passent à moins de 15 % du total des ressources collectées en 1988. Depuis cette date, ces crédits fluctuent entre 11% et 16 % des dettes des entreprises. Ainsi, sur les six dernières années, les prêts interentreprises atteignent presque toujours le double des prêts bancaires courts et dépassent systématiquement les crédits bancaires à moyen et long terme. C'est dire que l'encadrement du crédit ne peut constituer la seule explication de cette importance du crédit interentreprises puisque ce dernier se maintient encore en des proportions importantes en dépit de la libéralisation financière et du développement des marchés de capitaux.

En réalité, le crédit interentreprises obéit effectivement à d'autres considérations. Pour des raisons commerciales, des sociétés non financières sont souvent amenées à octroyer des prêts à leurs clients. Dans un rapport établi pour le compte de la direction des études de l'AFB, M Dietsch souligne que " *les créances commerciales (hors effets escomptés) sont équivalentes en France à près du quart des emplois totaux des sociétés et à 60 % de leurs investissements en actifs financiers*" (DIETSCH M., 1988). Si le crédit

interentreprises connaît en France un succès sans équivalent dans certains autres pays industrialisés, cela s'explique par les caractéristiques du système financier français mais aussi parce que ce type de prêts constitue une réponse à diverses préoccupations et permet de remplir plusieurs fonctions:

- il accroît la fluidité des échanges, celle-ci est possible grâce aux délais accordés aux clients pour régler les livraisons qu'ils ont reçues. Cette séparation des délais de livraison et de paiement permet alors une réduction des coûts de détention d'encaisses monétaires;
- sur le plan commercial, ces crédits, qui sont à plus de 95 % des prêts à court terme, peuvent intéresser le client lorsque leur coût est inférieur à celui des crédits de trésorerie;
- enfin, les crédits interentreprises peuvent être utilisés à des fins de financement. Pour garder des clients qui ne disposent pas de meilleures conditions d'accès aux emprunts, des fournisseurs se substituent aux intermédiaires financiers et accordent eux-mêmes des prêts, même au prix d'un endettement auprès d'institutions financières. Dans ce cas, les crédits interentreprises concurrencent directement les prêts bancaires.

Du fait de leurs solides et traditionnelles relations avec leurs clients, les entreprises disposent d'un avantage informationnel certain par rapport aux établissements de crédit. Comme en France, les banques relèvent surtout de type "banque à l'acte", l'appréciation du risque client n'est jamais entièrement satisfaisante. Cette situation conduit les banques à exiger des primes de risque de certains emprunteurs. Cette hausse des coûts d'intermédiation pousse alors ces emprunteurs à se retourner vers les entreprises non financières elles-mêmes. De manière générale, les firmes qui disposent d'une solide base financière (faible *gearing* et une abondante trésorerie) sont prêteuses tandis que les firmes risquées sont emprunteuses³⁷⁰.

Le constat qu'on peut faire à ce niveau est le suivant: au-delà de leurs raisons d'être (coûts d'intermédiation, risques) et leurs emplois (commercial, financier), les crédits interentreprises apparaissent à certains égards comme un substitut aux crédits bancaires et dans d'autres cas comme des compléments de ces derniers. Pour la période allant de 1969 à 1987, ces crédits sont incontestablement des substituts à des crédits bancaires rationnés. En revanche, à partir de 1987, ces prêts peuvent présenter les deux aspects selon le cas. Mais, comme l'évolution des crédits interentreprises suit exactement celle des crédits bancaires, l'hypothèse de complémentarité entre les deux formes de prêts, paraît plus vraisemblable. En effet, en dehors de la volonté de garder leurs clients³⁷¹, les entreprises ne peuvent octroyer indéfiniment des prêts que lorsqu'elles sont-elles mêmes sûres d'en avoir. Cela se traduit par une baisse de ces crédits en période de ralentissement de l'activité ou de raffermissement des conditions bancaires³⁷².

³⁷⁰ Dietsch M., (1988), " le crédit interentreprises et les banques", *Problèmes économiques*, n° 2094 p.14

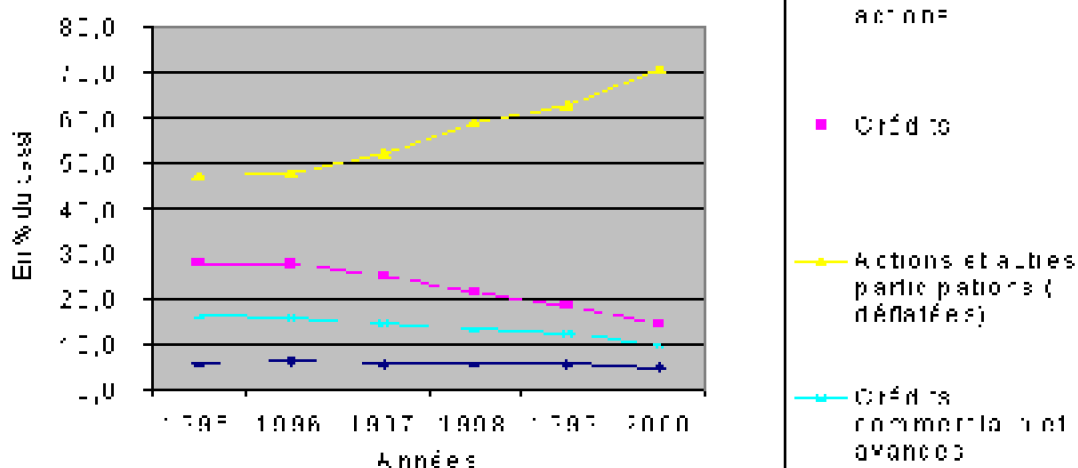
³⁷¹ La participation des équipementiers télécoms aux cotés de leurs clients, les opérateurs, au lourd financement des technologies de l' « UMTS » montre que cette pratique résiste à la déréglementation et concerne même les très grandes entreprises.

L'ensemble de ces changements étant apparu dans une période un peu particulière, caractérisée notamment une très faible croissance de l'activité par un début de restructuration dans plusieurs secteurs économiques (scissions, recentrage, décroisement, fusions acquisitions, ...), on peut se demander si le processus de mondialisation en cours n'a pas modifié considérablement les conditions, et par conséquent, les modes de financement de nombreuses entreprises françaises.

3) Les modes de financement actuels des firmes françaises :

a) Les principales sources de financement

Evolution récente des modes de financement des firmes françaises



Graphe n° 40

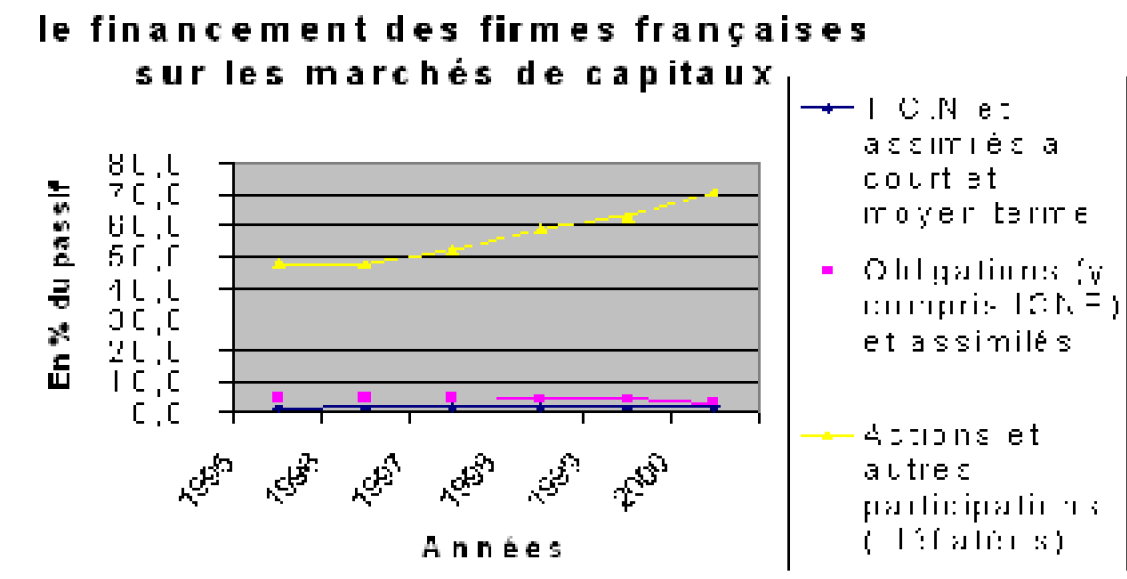
Source : Données extraites des T.O.F en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

Après une longue période de restructuration et d'adaptation aux nouvelles exigences de la concurrence mondiale, de nombreuses entreprises françaises se sont lancées dans des stratégies de conquête de parts de marchés tant dans leur aire d'influence traditionnelle qu'en dehors de l'hexagone. Dans la plupart des cas, cela s'est traduit par des opérations de croissance externe d'envergure. Gourmandes en capitaux, celles-ci contribuent alors à parachever la mutation de ces compagnies à travers des modifications profondes et radicales de leurs structures financières. Ainsi, sur les six dernières années, l'encours d'action et autres participations représente en moyenne 56,52% du passif des firmes françaises. Cette proportion ne cesse d'augmenter. En 2000, plus de 70 % (70,5 %) du stock des ressources externes est sous cette forme. A l'opposé, et hormis les emprunts obligataires, le poids du crédit sous ses différentes formes continue à baisser. Cela consacre le rôle désormais important du financement marchand, par émission de

³⁷² Ainsi on relève une certaine symétrie dans les baisses tendancielle des prêts bancaire et des crédits interentreprises dans les années quatre vingt dix (graphes n°20 et n°21)

valeurs mobilières, des sociétés françaises.

b) L'évolution récente du financement des entreprises par titres ou la poursuite du processus de la mibilierisation



Graph n°41

Source : Données extraites des T.O.F en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

Le recours des sociétés françaises aux marchés de capitaux pour lever les ressources nécessaires au financement de leur croissance et de leur développement prend de l'ampleur au fil des années. Dès 1995, ce sont 53 % de leurs ressources externes qui sont collectées sous forme de titres (actions, obligations, billets de trésorerie, ...). Eu égard au poids traditionnellement important du crédit dans l'économie française, ce niveau de mobiliérisation du financement pouvait déjà paraître élevé. Or, cette tendance se poursuit puisqu'en 2000, trois quarts des ressources externes des entreprises (74,8 %) sont désormais obtenus sous forme de titres, soit une progression de 41,13 % en cinq ans. Cette progression est d'autant plus significative qu'elle ne peut être entièrement attribuée à la seule bonne tenue des marchés financiers mondiaux ces dernières années. En effet, pour éliminer ce biais, nous avons déflaté³⁷³ les données en divisant l'encours des actions et autres participations pour chaque année sur l'évolution de l'indice SBF 120 de l'année correspondante³⁷⁴. En outre, en 2000 alors même que les principaux indices enregistrent une baisse, l'encours des ressources collectées sous

³⁷³ voir la méthodologie en début de chapitre

³⁷⁴ Le choix de l'indice SBF 120 nous paraît plus pertinent que celui l'indice CAC 40 car ce dernier est un échantillon moins représentatif, ne regroupant que les grandes capitalisations. Le SBF 250 quant à lui, a l'inconvénient d'être un peu instable dans sa composition. Certaines sociétés qui en font partie sont plus proches des PME-PMI ou de *start up* (dont nous ne traitons pas dans le cadre de ce travail) que d'entreprises de taille grande ou moyenne ayant facilement accès à des sources alternatives de financement.

forme de titres (dans le passif des entreprises) augmente. Cette montée du financement par émission de titres vient corroborer les niveaux d'autofinancement atteints. En effet, le financement par augmentation de capital, qu'elle que soit sa forme, directe ou indirecte (par conversion de titres obligataires), publique ou réservée aux salariés, aux anciens actionnaires ou à un partenaire industriel concourt au renforcement du niveau des fonds propres. La maîtrise du niveau d'endettement permet alors aux sociétés de consacrer une partie des *cash flows* dégagés à l'autofinancement de leurs projets d'investissement. Tandis que le paiement d'intérêts et le remboursement annuels d'une partie de l'emprunt sont des obligations contractuelles pour toute entreprise, les dirigeants ont souvent une large latitude dans la distribution de dividendes. Cela expliquerait-il alors le faible recourt aux obligations des entreprises françaises³⁷⁵. Paradoxalement, si les premiers indices, fort taux d'autofinancement et mobiliérisation des financements témoignent d'une évolution certaine vers le modèle d'économie de marchés financiers, en revanche, la relative faible utilisation de la dette, en particulier sous sa forme obligataire³⁷⁶, ne sont pas souvent les signes d'une amélioration du système de *governance* conformément à la théorie du *free cash flow* (Jensen, 1986).

Le très faible encours (1,1% à 1,5 % du passif des entreprises) des titres à court terme négociables (T.C.N) confirme le succès très mitigé des billets de trésorerie et témoigne par voie de conséquence d'une certaine méfiance par rapport à la signature des entreprises surtout lorsque l'on sait l'engouement des investisseurs à l'égard des titres publics de même maturité. On peut alors se demander si le même phénomène n'explique pas l'atonie de l'encours obligataire privé. La défiance à l'égard des *corporates* expliquerait donc le recours obligé des firmes françaises au traditionnel crédit bancaire et, accessoirement pour certaines d'entre elles, au crédit interentreprises. On se situerait ainsi dans un phénomène de « contingentement de l'offre » qui infirmerait, ou du moins, relativiserait l'explication du faible endettement par la volonté de l'enracinement des dirigeants de la théorie du *free cash flows*

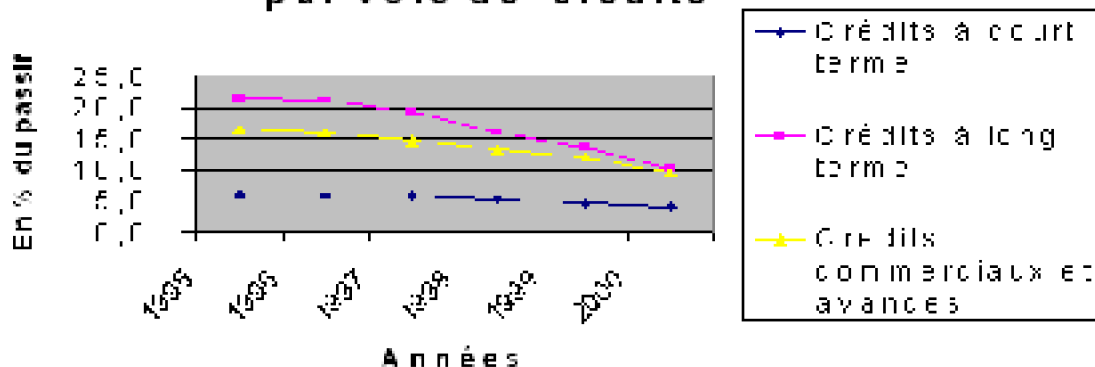
c) Le poids actuel du crédit dans le financement des entreprises françaises

C₁) LES GRANDES TENDANCES

³⁷⁵ Même s'il ne faut pas perdre de vue que le développement du marché *corporate* européen est relativement récent (depuis le lancement de l'euro) contrairement au marché américain.

³⁷⁶ L'endettement sur le marché obligataire est plus transparent et donc plus informatif pour les investisseurs que l'endettement par voie de crédits bancaires, hormis peut être pour l'établissement créateur. Dans ce dernier cas, et sous couvert de confidentialité, les conditions de crédits et parfois même la nature et le montant de la dette ne sont pas entièrement divulgués par les contractants. Souvent, ce n'est qu'après des crises conjoncturelles touchant, un pays, une région, un secteur ou une entreprise qu'on tente d'évaluer l'ampleur de l'exposition des banques (et autres intermédiaires financiers non bancaires) sur ces les activités ou les firmes concernées par la crise.

Le financement des firmes françaises par voie de crédits



Graphie n°42

Source : Données extraites des T.O.F en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

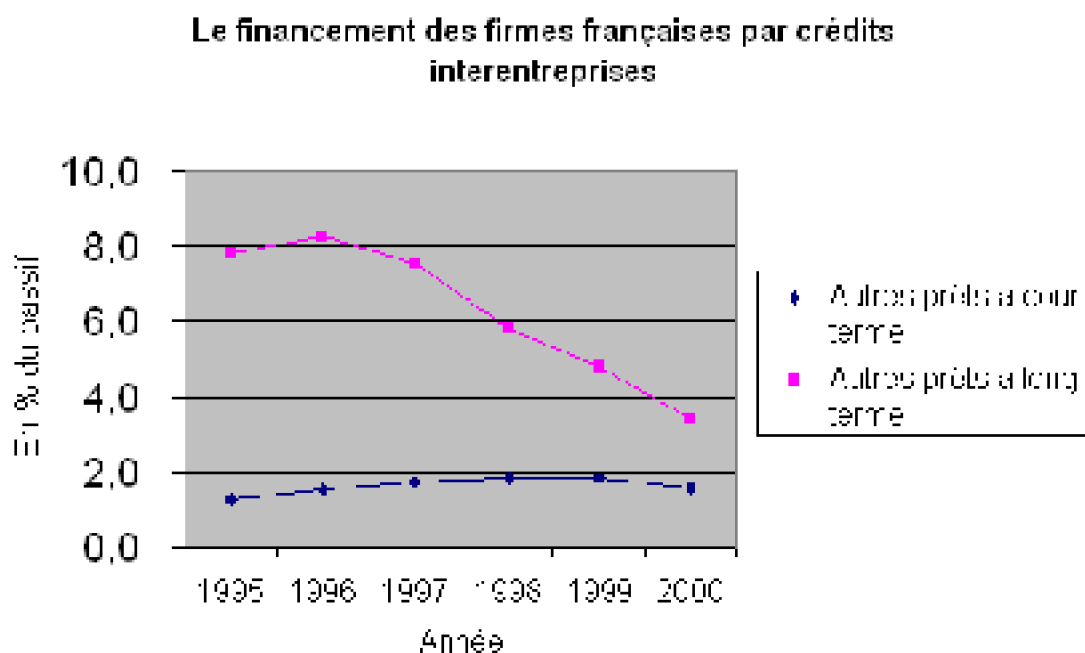
La première constatation qu'on peut faire est la poursuite du déclin de la part du crédit dans le financement des firmes françaises. Alors qu'il était pendant longtemps (jusqu'aux milieu des années quatre-vingt) la source principale de financement de toutes les entreprises, le crédit sous toutes ses formes (nature et échéance) ne concourt en 1995 qu'à hauteur de 43,9 % du stock de leur capital. En 2000, cette part ne représente plus que 23,8 % des ressources externes inscrites aux bilans des sociétés françaises soit moins du quart des capitaux levés. D'un point de vue strictement statistique, cet effondrement du crédit dans le stock du capital des entreprises n'est que le corollaire de la vive progression des financements par titres (74,8 % des ressources externes, le reliquat de 1% à 2% provenant des décalages comptables). Cet aspect technique mis à part, cette évolution asymétrique du crédit et du financement par émissions de valeurs mobilières nous amène à nous demander si les entreprises ne sont pas en train de procéder à une profonde et véritable transformation de leurs modes de financement. La prééminence est alors donnée au financement interne (autofinancement) sur le financement externe et, à l'intérieur de ce dernier, l'émission de titres supprime le crédit. Sur le plan théorique, cette évolution peut paraître paradoxale. Si la priorité accordée à l'autofinancement semble conforme aux résultats de la théorie du financement hiérarchique (Majluf et Myers, 1984), en revanche le faible recours à l'endettement est un peu surprenant notamment dans l'optique du maintien de contrôle des dirigeants sur l'entreprise. En effet, les augmentations de capital, diluent automatiquement leurs participations et celles des actionnaires « alliés », lorsque ces derniers n'y participent pas. Le problème se pose à peu près dans les mêmes termes pour les holdings, ce qui facilite un changement de contrôle. Est-ce à dire que ces restructurations, décroissement des participations croisées et autres recapitalisations, sont sans effet sur la configuration du pouvoir au sein des grandes entreprises françaises ? Dans ce cas, le rôle des institutionnels, notamment étrangers, qui ont de fortes positions dans ces firmes (près de 40 % du capital des sociétés du CAC 4) se limite-t-il à exiger des retours élevés sur leurs investissements ? Ou cela signifie-t-il alors que les dirigeants tiennent dorénavant compte de cette nouvelle réalité et intègrent désormais l'impératif de la création continue de valeur actionnariale ? Dans cette optique, l'emploi des ressources prend une importance capitale d'où la

diminution des prêts octroyés aux autres firmes.

C₂) VERS LA FIN DU CRÉDIT INTERENTREPRISES ?

A l'instar des autres formes de prêts, les crédits interentreprises subissent une sensible érosion. Alors que jusqu'en 1995/1996, ils se maintiennent au voisinage des 10 % (9,1% et 9,8 % respectivement), cette quote-part diminue nettement dès 1998 pour ne plus représenter que 5 % des ressources externes des sociétés non financières en 2000. Son ampleur mise à part, cette baisse peut surprendre par son *timing* car intervenant ces trois dernières années (entre 1998 et 2000) au moment même où la reprise économique est déjà fortement enclenchée en France et en Europe. Or, les besoins de financement sont d'autant plus élevés que la demande est forte et l'effort d'investissement important. Certes, l'amélioration des taux d'autofinancement des entreprises est susceptible de peser sur leur demande de crédits, le

besoin de ressources extérieures diminuant à mesure que ce le taux d'autofinancement s'améliore. Cependant, elle ne suffit pas à expliquer un tel recul des prêts interentreprises



Graphe n°43

Source : données extraites des T.O.F en encours, S.E.S.O.F, Banque de France

Si l'on admet la thèse émise précédemment et selon laquelle cette forme de prêt est, depuis la suppression de l'encadrement du crédit, un financement complémentaire du crédit bancaire, alors la baisse du premier peut être considérée en partie comme la conséquence du recul du second. Empruntant moins, les entreprises accordent désormais moins de crédits à leurs clients. Cette contrainte se double alors de l'impératif de création de valeur actionnariale, qui oblige les entreprises à consacrer l'essentiel de

leurs fonds à leur cœur de métier. En tout état de cause, cette nouvelle indication ne fait que confirmer la tendance structurelle à une substitution progressive du financement marchand des sociétés françaises au financement traditionnel par crédit. Celle-ci semble s'étendre d'ailleurs à de larges pans de l'économie Hexagonale comme l'indique l'évolution des taux d'intermédiation financière en France.

4) L'évolution de l'intermédiation financière en France

a) Rappel théorique

La théorie moderne de l'intermédiation financière se développe à partir du modèle de Gurley et Shaw ³⁷⁷ qui distingue le financement primaire ou direct et le financement secondaire ou indirect. Dans le cadre du financement direct, les agents non-financiers à capacité de financement (essentiellement les ménages) mettent directement leurs ressources à disposition des agents non-financiers à besoin de financement (les entreprises et dans une moindre mesure l'Etat) sur les marchés de capitaux, les premiers souscrivant des titres (actions, obligations, ...) émis par les seconds. Mais, leurs objectifs ne se rejoignent pas forcément, les ménages qui manifestent parfois une certaine aversion au risque, doublée d'une recherche de la liquidité préfèrent des placements à court terme, tandis que les entreprises ont besoin de capitaux à long terme. Grâce à leurs capacités de transformation de la nature des actifs et de gestion des risques, les intermédiaires financiers, et notamment les établissements de crédit, peuvent alors concilier ces deux objectifs en interposant leur bilan. L'activité de crédit en est la parfaite illustration ³⁷⁸. Avec la place de plus en plus importante prise par les marchés de capitaux, on a alors commencé à parler du phénomène de désintermédiation comme un des grands traits de la globalisation financière ³⁷⁹. Cependant, les intermédiaires financiers ne restent pas à l'écart de l'expansion des financements marchands. Ils figurent même parmi les acteurs des innovations financières ³⁸⁰. La mobiliérisation de l'économie s'accompagne d'une profonde évolution de l'intermédiation financière. Ainsi, au lieu de désintermédiation, certains économistes considèrent qu'il est plus pertinent de parler de nouvelle forme d'intermédiation ³⁸¹. Sur les marchés de capitaux, les transactions sur valeurs mobilières impliquent en effet souvent la participation d'intermédiaires financiers. Dans le cas de l'intermédiation de titres, ces derniers souscrivent aux titres primaires émis par les agents non financiers à besoin de financement (entreprises, Etat) et émettent des

³⁷⁷ Gurley J.G et Shaw E.S., (1960), *Money in a theory finance*, Brookings institute.

³⁷⁸ Même si nous ne perdons pas de vue que celui-ci est fondé en large partie sur la création monétaire. Mais celle-ci, qui est une forme d'anticipation de l'épargne future des agents, ne remet pas en cause le principe d'intermédiation.

³⁷⁹ Plihon D., (1995), « Les mutations du système financier international », *Cahiers Français*, 269, p.11

³⁸⁰ On peut citer à cet égard l'émission par les banques de certificats de dépôts pour palier la baisse des ressources collectées sous forme de dépôts traditionnels.

³⁸¹ Courbis B., Froment E., Karlin M., (1991), « Banque et finance », *Encyclopédie économique*, chapitre n° 44

titres de la dette secondaire qu'ils vendent aux agents à capacité de financement. L'exemple des OPCVM, qui proposent aux épargnants des sicav constituées de multiples supports (actions, obligations, titres du marché monétaire, ...) sélectionnés tant sur les marchés domestiques qu'étrangers illustre parfaitement cette nouvelle intermédiation de bilan. Les intermédiaires, financiers peuvent également limiter le risque encouru en limitant leurs interventions à une offre de services consistant à faciliter, *via* leur plate-forme, la rencontre des agents non financiers à la recherche de placements avec les émetteurs de titres. Il s'agit le plus souvent d'opérations de courtage à l'occasion desquelles le bilan de l'intermédiaire n'est pas sollicité³⁸².

Ces exemples montrent qu'on ne doit pas opposer systématiquement financement direct et intermédiation, la finance directe pouvant être intermédiée³⁸³. A l'inverse, la possibilité qu'ont les intermédiaires financiers d'acquérir des titres émis par d'autres intermédiaires financiers peut conduire l'augmentation de la part de la finance indirecte³⁸⁴, d'où l'importance de la vérification de l'origine des titres primaires. Le Conseil National du Crédit et du Titre revient sur sa définition classique de l'intermédiation révisant par la même occasion son calcul du taux d'intermédiation.

b) Définition du taux d'intermédiation

Selon la définition classique retenue par le CNCT jusqu'en 1991, seuls les financements ayant eu pour support un instrument, émis dès son origine par un établissement de crédit et non sur un marché ouvert à tous les agents, sont considérés comme des financements intermédiés. Avec le découplage de la sphère financière et l'arrivée massive des intermédiaires financiers sur les marchés de capitaux, cette approche restrictive de l'intermédiation se trouve un peu dépassée. Elle ne reflète désormais plus la réalité dans la mesure où les différents organismes financiers, dont les banques et les établissements de crédit de manière générale, ont eux même fréquemment recours au marché pour se financer. Apparaît alors une conception alternative, plus large du d'intermédiation. Celle-ci est une approche en termes d'offres de financement comme l'indique son appellation « intermédiation en terme d'offre de financement ». Sont alors considérés comme intermédiés les financements accordés aux agents financiers par toutes les institutions financières (assurances, établissements de crédits, OPCVM, ...) résultant de l'octroi de crédits, ou d'achat de titres (actions, obligations, ou titres assimilables, titres du marché monétaire). Dans son dernier rapport annuel, le Conseil National du Crédit et du Titre est d'ailleurs explicite à ce sujet. « *Le taux d'intermédiation mesure la part des financements accordés à l'économie nationale par les intermédiaires financiers résidents* » (CNCT, 2000). Cependant, le calcul de cet indicateur a été rendu délicat de par les innovations financières qui ont transformé les modes de financement. Pour cette raison deux types de taux d'intermédiation sont calculés:

³⁸² A l'exception des cas où l'intermédiaire offre à ses clients la possibilité de bénéficier de l'effet de levier, auquel cas, il peut encourir le risque de défaut de ce dernier.

³⁸³ Conseil National du Crédit et du Titre (CNCT), Rapport annuel, Economie monétaire et financière, pp.81-82

³⁸⁴ Ferrandier R., Koen V., (1997), *Marchés de capitaux et techniques financières*, 4^e édition, Economica, p.36

- au sens étroit : Montant des seuls crédits distribués par les intermédiaires financiers résidents aux agents non financiers résidents/ l'ensemble des financements obtenus par les agents non financiers résidents sous forme de dette et actions ou tires assimilés ;
- au sens large : Montant de l'ensemble des financements consentis par les intermédiaires financiers résidents aux agents non-financiers résidents qu'ils aient pris la forme de crédits, d'acquisition de titres de dette ou de titres de propriété.

L'usage simultané de ces deux taux d'intermédiation est utile et nécessaire dans la mesure où il nous permet de comparer la progression des financements désintermédiés et des financements intermédiés, et au sein de ces derniers, nous pouvons comparer le poids relatif du crédit et des financements marchands.

c) L'évolution du taux d'intermédiation

Au sens étroit comme au sens large, le taux d'intermédiation peut être calculé en encours comme en flux. Nous verrons l'évolution de cet indice (en encours) ces dernières années tant pour les sociétés non financières que pour l'ensemble de l'économie.

C₁) LE TAUX D'INTERMÉDIATION DE L'ENSEMBLE DE L'ÉCONOMIE

C_{1.1}) le taux d'intermédiation au sens étroit

Tableau n° 9

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Crédits des institutions financières résidentes (A)	981,1	967,9	989,1	964,6	984,9	1000,2	1045	1100,3
Autres financements (B)	763,2	843,9	915,7	1010,9	1085,3	1192,3	1297,7	1444
<i>Financements sous forme de dettes, dont :</i>								
- Financements sur le marché monétaire	142,5	64,3	185	201,3	219,2	235	244,5	254,3
- Financements sur le marché obligataire	278	313,6	363,5	413	435,7	480	536,2	579,7
- Crédits et obligations internationaux	35,6	39,4	38,9	43	39,2	45,3	48,5	71,9
- Ressources non négociables du Trésor	53,5	58	60,5	62,6	69,1	71,2	78,4	88,4
<i>Actions et assimilées</i>	253,5	268,5	267,7	291	322,2	360,8	390,2	449,7
Total des financements (A+B =C)	1744,2	1811,9	1904,8	1975,6	2070,2	2192,5	2342,7	2544,3
Taux d'intermédiation financière (A/C)	56,2	53,4	51,9	48,8	47,6	45,6	44,6	43,2
(encours en milliards d'euros) Source : Données de la Banque de France, reprises dans le rapport annuel (2000) du CNCT								

On constate du tab n° 9 ci-dessus que le taux d'intermédiation au sens étroit calculé sur les encours de financements connaît une baisse continue ces dernières années. Depuis 1996, celui-ci s'établit à moins de 50 %. C'est un signal important. En effet, cela signifie qu'à l'échelle de tout le pays le crédit ne représente désormais même pas la moitié des financements utilisés. Cette évolution est d'autant plus importante, que les agents non financiers n'ont pas tous accès aux marchés de capitaux. Hors PME, et autres sociétés individuelles ou familiales non cotées ce taux d'intermédiation serait encore plus bas.

La poursuite du désengagement de l'Etat entrepreneur de la sphère productive et l'arrivée sur le marché de capitaux de nombreuses entreprises familiales ne peut qu'accélérer ce processus. D'ailleurs ce taux d'intermédiation « n'est que » de 43,2 % en 2000 soit un recul de 5,6 % en l'espace de quatre années. Cela peut paraître en filigrane des données sur l'intermédiation au sens large qui donne une image plus précise de la progression des financements directs.

C_{1.2}) le taux d'intermédiation au sens large

Le tableau n° 10 ci-après nous permet de nuancer le phénomène de désintermédiation tel qu'il apparaissait dans les données précédentes. Au sens large, les financements sont en effet intermédiés pour environ les trois quarts. Cependant, ces dernières années la proportion des financements directs augmente. En 2000, leur encours atteint 21,1 %. Cela montre que la tendance structurelle à un recours plus fréquent aux financements marchands est bien réelle. L'écart important entre ces deux taux d'intermédiation s'explique principalement par l'évolution du rôle des intermédiaires financiers. Ces derniers compensent le recul de leurs activités traditionnelles (collecte des ressources sous forme de dépôts et octroi de crédits) par une plus forte présence sur les différents segments des marchés de capitaux

Ainsi si l'on rapporte les financements intermédiés sous forme d'actions, d'obligation ou de titres du marché monétaire au total des financements collectés sous ces différentes formes ³⁸⁵, on constate pour l'année 1998 par exemple que 80,5 % de l'encours obligataire est intermédié. Ce ratio est de 76,2 % pour les ressources du marché monétaire mais il n'atteint que 11,2 % dans le cas des actions ³⁸⁶. Cela reflète donc une forte présence des intermédiaires financiers, sur les marchés monétaires et obligataires. Une des explications qu'on peut donner est d'ordre strictement technique. Le montant unitaire des obligations ou de certains titres du marché monétaire étant élevé et par conséquent relativement inaccessible à un grand nombre d'épargnants directs. C'est le cas des billets de trésorerie dont le montant unitaire minimal avoisinait les 152 450 euros (soit 1 million de francs).

Tableau n° 10

³⁸⁵ Autrement dit, pour chaque classe d'actifs et pour la même année, on fait le rapport entre les financements intermédiés (A) du tableau n°10 et les autres financements du tableau n° 9.

³⁸⁶ Naturellement ce rapport est de 100 % pour le crédit qui est par essence un financement intermédié.

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Financements intermédiés (A)	1307,4	1371,4	1428,8	1498,2	1573,3	1606	1683,8	1752,2
Par catégorie d'instruments financiers								
Crédits	981,1	967,9	989,1	964,6	984,9	1000,2	1045	1100,3
Portefeuille actions	19,5	21,8	25,1	29,9	35,3	40,4	33,9	64,3
Portefeuille obligations	209,9	256,3	276	345,8	383,5	386,3	403,1	402
Portefeuille titres du marché monétaire	96,9	125,4	138,6	157,9	169,6	179	201,7	185,6
Par Catégorie d'institutions financières								
Etablissements de crédit	1062,8	1082,5	1133,6	1139,6	1172,1	1187,5	1237,2	1264,5
Sociétés d'assurance	111,1	138,3	160,5	213,8	261,7	262,7	279,9	296,8
OPCVM	133,5	150,6	134,7	144,8	139,5	155,9	166,9	190,9
Total des financements: (B)	1744,2	1811,9	1904,8	1975,6	2070,2	2192,5	2342,7	2544,3
Taux d'intermédiation au sens large (A/B)	75	75,7	75	75,8	76	73,3	71,9	68,9
Source : Données de la Banque de France, reprises dans le rapport annuel (2000) du CNCT								

On peut également mentionner la complexité de certains produits telles les obligations indexées ou à bons de souscription d'actions existantes ou nouvelles. Dans ces conditions les ménages ne peuvent acquérir ces produits que par l'intermédiaire des intermédiaires financiers en investissant sur des actifs créés à leur intention. Ces titres de la dette secondaire offrent en plus l'avantage d'une diversification et d'une meilleure liquidité.

En dehors des considérations techniques, la forte implication des établissements de crédit et autres sociétés d'assurance et OPCVM sur les marchés monétaire et obligataire recoupe ce que nous avons précédemment souligné lors de l'analyse des T.O.F, à savoir la persistance d'une relative aversion au risque dans le comportement des institutionnels

français. De ce fait, leurs interventions sur le marché actions sont relativement limitées. Dans beaucoup de cas, le service des intermédiaires sur ce segment se résume à la mise à disposition de leurs clients épargnants de leur plate forme de marché qui leur permet d'acquérir les titres émis sur le marché primaire lors des opérations de privatisation, d'ouverture ou d'augmentation de capital ou encore l'accès à la bourse. Il s'agit d'opérations de courtage sur lesquelles les banques ou sociétés de bourse se rémunèrent par des commissions. Toutefois, il faut souligner que les ménages, en particulier les actionnaires salariés, peuvent passer directement par la société dans laquelle ils souhaitent investir pour acquérir leurs titres. Cette forme de détention directe permet de contourner les intermédiaires financiers et participe ainsi à la progression du financement direct désintermédié.

Les participations financières ou stratégiques d'autres organismes (fonds de pension, autres sociétés non financières,...) ont également le même effet. Il est à cet égard intéressant de savoir si le taux d'intermédiation des financements accordés aux sociétés non financières diffère de celui de l'ensemble de l'économie.

c₂) LE TAUX D'INTERMÉDIATION DU FINANCEMENT DES ENTREPRISES

c_{2.1}) Le taux d'intermédiation au sens étroit

A l'instar du taux d'intermédiation de l'ensemble de l'économie, le taux d'intermédiation des financements octroyés aux entreprises non financières, dans sa version étroite, connaît une tendance baissière (tableau n° 11). L'ampleur de cette baisse est d'ailleurs comparable, à celui du reste de l'économie. Cette symétrie est logique, dans la mesure où la baisse est imputable principalement au recul du crédit, instrument utilisé surtout dans le financement des firmes non financières et qui ressortait déjà en filigrane dans le tableau n° 9

Tableau n° 11

		1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Crédits des institutions financières résidentes (A)		467,5	457,3	460,7	440,2	440,9	457,7	489,0	537,7
Autres financements (B)		375,8	396,2	412,1	449,8	478,3	538,6	610,1	708,3
<i>Financement sous Forme de dettes</i>		122,3	127,7	144,3	158,8	156,2	177,7	220,2	258,6
- financement sur le marché monétaire		23,3	30,1	23,2	29,6	29,6	36,8	55,2	57,2
- financement sur le marché obligataire		63,4	65,1	82,2	86,2	87,4	95,6	116,3	134,8
- Crédits et obligations internationaux		35,6	39,4	38,9	43	39,2	45,3	48,5	66,6
<i>Actions et assimilées</i>		253,5	268,5	267,7	291	322,2	360,8	390,2	449,7
Total des financements (A + B = C)		843,3	853,5	872,7	890	919,2	996,2	1099,1	1246
Taux d'intermédiation financière (A/C)		55,4	53,6	52,8	49,5	48	45,9	44,5	43,2
(encours en milliards d'euros, taux en %) Source : Données de la Banque de France, reprises dans le rapport annuel (2000) du CNCT									

La situation est en revanche un peu différente lorsqu'on considère le taux d'intermédiation au sens large.

C_{2.2}) Le taux d'intermédiation au sens large

Tableau n° 12

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Financements intermédiés (A)	579,7	577,1	585,1	578,9	579,6	627,3	663,3	745,3
<i>Par catégorie d'instruments</i>								
-Crédits	467,5	457,3	460,7	440,2	440,9	457,7	489	537,7
-Portefeuille actions	19,5	21,8	25,1	29,9	35,3	40,4	33,9	64,3
-Portefeuille obligations	69,7	75,4	76,7	76	71,6	92,6	91,8	93,8
-Portefeuille titres du marché monétaire	23	22,7	22,6	32,7	31,8	36,6	48,6	49,4
<i>Par catégorie d'institutions financières</i>								
-Etablissements de crédit	491,4	481,9	488,3	470,1	472,2	491,7	532,7	587,8
-Sociétés d'assurance	41,2	48,5	53,4	58,5	53,8	68,3	58,9	66
-OPCVM	47,1	46,7	43,4	50,3	53,6	67,3	71,6	91,5
Total des financements (B)	843,3	853,5	872,7	890	919,2	996,2	1099,1	1246
Taux d'intermédiation au sens large (A/B)	68,7	67,6	67	65	63,1	63	60,3	59,8
(encours en milliards d'euros, taux en %) Source : Données de la Banque de France, reprises dans le rapport annuel (2000) du CNCT								

Au sens large, le taux d'intermédiation des financements accordés aux entreprises non financières est plus bas que le taux d'intermédiation des financements destinés à l'ensemble de l'économie. En moyenne, on note un différentiel de près de 10 %. Cette baisse moins forte et moins rapide du taux d'intermédiation des financements de l'ensemble de l'économie s'explique par l'évolution du financement de la dette publique. D'une part, celle-ci est de plus en plus titrisée, d'autre part, les intermédiaires financiers souscrivent largement à ces actifs publics. Ceux-ci représentant le double avantage d'être plus rentables que les placements traditionnels et moins risqués que les actions ou les obligations privées ce qui correspond au profil d'investissement d'agents relativement averse au risque. Pour autant, en 2000 les firmes non financières sollicitent encore les intermédiaires financiers à hauteur de 59,8 % de leur financement (externe) total. Or à la même date, le crédit ne représente que 43,2 % de cet encours de financement. Le différentiel (16,6 %) de capitaux levés sous forme de titres est donc souscrit par les investisseurs finaux via les intermédiaires financiers. Ainsi, même s'ils privilégient les titres d'Etat, ces intermédiaires financiers n'ont pas qu'une présence symbolique sur les autres segments du marché des capitaux.

En l'absence de fonds de pension, certains organismes tels les OPCVM et les sociétés d'assurance, sont appelés à jouer un rôle important dans cette mutation du paysage financier français soumis qu'ils sont à l'instar des autres sociétés aux mêmes exigences de rentabilité et de création de valeur. Par ailleurs, même si les entreprises non financières ont profité de la forte valorisation des marchés d'actions en 1999 et dans la première partie de l'année 2000, ce qui accentue la baisse des taux d'intermédiation, cette évolution est loin d'être un phénomène conjoncturel. L'accroissement de la part des titres, en particulier les actions, dans les instruments de financement des entreprises françaises reflète plutôt une transformation de leur structure de financement qui tend à se rapprocher du modèle anglo-saxon³⁸⁷. L'évolution de l'intermédiation en France ne fait à cet égard que confirmer les évolutions constatées dans les stratégies de placements des investisseurs institutionnels et les modes de financement des entreprises et de l'Etat.

Au total, les stratégies de placement et d'investissement des investisseurs institutionnels tout comme les modes de financement de la dette publique et des entreprises traduisent incontestablement une montée importante des financements de marché. En tant qu'aspect concret de la globalisation financière mondiale, cette évolution consacre le pouvoir du marché sur un large segment de firmes françaises. Néanmoins, on peut se demander dans quelle mesure cela traduit une véritable évolution dans les pratiques française en matière de gouvernance.

Section 3 : Analyse des normes françaises en matière de gouvernance

En tant que paradigme multidisciplinaire, le gouvernement d'entreprise est examiné à travers plusieurs volets (aspect juridique, aspect financier, aspect organisationnel,...). Dans le prolongement de notre étude des modes de financement, et du taux d'intermédiation, nous verrons dans ce point si ces mutations se traduisent par une évolution du pouvoir des investisseurs à travers notamment le fonctionnement des conseils d'administration, la protection des investisseurs minoritaires et les incidences pour d'autres *stakeholders* tels que les salariés.

I) Le conseil d'administration

Structure supposée du pouvoir au sein de la firme, le conseil d'administration se retrouve naturellement au centre du débat portant sur le gouvernement d'entreprise. Pendant longtemps, cet organe n'a pas joué un rôle décisif au sein des entreprises françaises. Cependant, depuis la publication du rapport Viénot n° 1 certaines améliorations ont été apportées. Celles-ci concernent entre autres l'introduction ou l'augmentation du nombre d'administrateurs indépendants, la constitution de comités spécialisés (d'audit, de rémunération, ...) ainsi que la limitation du cumul des mandats pour les dirigeants. Aussi tangibles soient-ils, ces signes ne marqueraient pas encore selon les études publiées sur ce point, une transformation radicale dans le fonctionnement des conseils d'administration en France.

³⁸⁷ Conseil National du Crédit et du Titre, Rapport exercice 2000, p.234

1) Précisions méthodologiques

Les conclusions que nous présentons s'inspirent d'abord des études menées sur ce thème par des bureaux d'étude tels que Spencer Stuart (index Spencer Stuart des conseils d'administration et de surveillance des grandes entreprises) ou Boyden (*Research Center on Leadership*) en association avec l'observatoire des dirigeants du CNRS et accessoirement des articles de la presse financière. Comme pour les points précédents, ces investigations concernent les grandes entreprises qui appartiennent à l'indice CAC 40 voire à l'indice plus large du SBF 120.

2) Les conseils d'administrations des entreprises françaises

a) Forme juridique et taille des conseils

Traditionnellement, dans le capitalisme français le recours au système du conseil dual, directoire et conseil de surveillance, est une pratique très peu répandue. Selon une étude du groupe Spencer Stuart portant sur 60 grandes entreprises françaises privées et cotées en bourse³⁸⁸, en 1997 seules 27% d'entre elles (soit 16 sociétés) ont opté pour la structure duale du conseil de surveillance-directoire. En dépit des recommandations des milieux financiers sur la meilleure transparence qu'offre cette structure bicamérale, les 44 autres entreprises (soit 73 %) préfèrent s'en tenir à la formule traditionnelle du conseil d'administration cumulant à la fois les fonctions de décision et celle du contrôle. Il a fallu attendre plus d'un an après la parution du rapport Viénot II, ainsi que les « principes de l'OCDE relatifs au gouvernement d'entreprise », pour voir par exemple dix sept sociétés du CAC 40 (soit 42,5 %) adopter une structure de conseil duale à directoire et conseil de surveillance³⁸⁹. Cependant, il faut signaler qu'en dehors de l'Allemagne et des Pays-Bas où cette pratique est très répandue (100 % des grandes entreprises), les conseils d'administration de type unitaire demeurent la règle dans la plupart des pays industrialisés (Etats-Unis, Canada, Grande-Bretagne, Italie, Japon, Suède, Australie).

A première vue, on peut supposer que cette mesure n'apparaît pas comme une disposition importante pour l'instauration d'un système de *governance* efficace dans la mesure où peu de pays y recourent. En réalité, cela n'est pas le cas car dans ces pays, l'absence d'une structure duale du conseil d'administration est en partie compensée par la séparation entre les fonctions de Président et celle de Directeur Général. Celle-ci est totale (100 %) même dans des pays dont le conseil d'administration est une structure unitaire tels le Japon et l'Italie. Elle est de 90 % en Grande-Bretagne, 66 % au Canada et élevé dans d'autres pays comme l'Australie, la Belgique ou la Suède. La séparation des deux plus hautes fonctions au sein de l'entreprise permet une plus grande transparence à

³⁸⁸ dont le chiffre d'affaires en 1996 allait de 1,07 milliards d'euros à 35,06 milliards d'euros (7 milliards de francs à 230 milliards de francs) et les effectifs de 1000 personnes à plus de 200 000 personnes.

³⁸⁹ Ce qui est encore insuffisant pour des entreprises appartenant à l'indice phare de la place de Paris et à de nombreux indices sectoriels européens et dont les pratiques en matière de *governance* sont de ce fait soumises au suivi des investisseurs et autres agences de notation et cabinets de conseils. Néanmoins, c'est une évolution positive par rapport à 1997.

travers une meilleure identification des tâches et par conséquent une plus forte responsabilisation du Président et du Directeur Général. Or en France, ces deux tâches sont presque toujours assumées par le même personnage à savoir le Président Directeur Général. Les statistiques de Spencer Stuart sont sans équivoque à cet égard : sur les 73 % d'entreprises de l'échantillon ³⁹⁰ à conseil d'administration unitaire, aucune (0 %) n'opère de séparation entre les deux fonctions de Président et de Directeur Général. Celle-ci n'est apparue en France que grâce à l'introduction de la structure du conseil bicaméral. Et lorsqu'on sait que pour des conseils de 4 à 23 membres (14 en moyenne), le nombre d'administrateurs dirigeants ³⁹¹ est peu nombreux (2,3 en moyenne), on comprend l'étendue du pouvoir des PDG en France ³⁹². Mais d'un autre côté, le renfort d'administrateurs externes est souvent considéré comme une condition d'un bon *monitoring* ³⁹³. Encore, faut-il que ces derniers disposent de toutes les compétences et l'indépendance nécessaires à l'exercice de leur tâche. En effet, dans de nombreux cas certains dirigeants cumulent des présences dans des conseils d'administrations de sociétés très diverses et pour lesquelles ils n'ont donc pas tout le temps et toute l'expertise nécessaires au suivi et au contrôle de l'information fournie par l'exécutif. En France, ce cumul des mandats était le résultat inéluctable des participations croisées ce qui laisserait supposer sa disparition au terme du dénouement de ces dernières. La création de différents comités spécialisés (comité d'audit, comité de rémunération, ...) et indépendants au sein des firmes est un des moyens susceptibles d'améliorer la qualité du travail du conseil d'administration. Cela suppose au préalable, l'absence de collusion entre les administrateurs et l'exécutif. Il apparaît donc indispensable de connaître l'origine socioprofessionnelle des dirigeants et des administrateurs en vue de mieux comprendre la nature des relations qu'ils entretiennent et leurs incidences sur le fonctionnement de l'entreprise.

b) Caractéristiques des administrateurs et des managers des grandes sociétés françaises

De part leurs prorogatives en matière de sélection, évaluation et sanction des dirigeants, les administrateurs des grandes compagnies françaises peuvent, théoriquement, avoir une influence considérable sur les choix des firmes qu'ils administrent. Or, leurs actions ne sont pas toujours conformes à ce que prévoient les statuts. Les administrateurs sont parfois cooptés par la volonté même de l'équipe dirigeante. Cette connivence peut aller jusqu'à l'échange d'administrateurs même si pour le besoin on recourt aux filiales pour le

³⁹⁰ Soit pour rappel 44 sociétés

³⁹¹ Qui en tant qu'*insiders* disposent de plus d'informations pertinentes.

³⁹² D'ailleurs cette séparation entre les fonctions de Directeur Général et celle de Président est un des points essentiels du rapport Viénot II (1999), de même qu'elle est reprise par le législateur dans les lois sur les nouvelles régulations économiques (mai 2001) mais juste sous forme de recommandation.

³⁹³ Le rapport Cadbury (1992) considérait la présence d'administrateurs indépendants « très forts » comme un contrepoids à la non séparation des fonctions entre la direction générale et la présidence du conseil.

rendre moins visible. Dans ces conditions, il est évidemment illusoire d'escompter un fonctionnement efficient du conseil. Selon, le rapport conjoint du groupe Boyden et de l'observatoire des dirigeants du CNRS, les administrateurs ³⁹⁴ « *constituent un groupe social potentiellement très influent et dont l'analyse paraît incontournable si l'on veut préciser le mode d'exercice du pouvoir économique en France* » (p.10). Derrière cette proposition figure une hypothèse sous jacente selon laquelle, il existerait de fortes relations entre les caractéristiques sociologiques de la population des administrateurs des plus grandes firmes d'un pays et celles des managers de ces mêmes sociétés. Celles-ci constituant alors un des importants traits du capitalisme du pays considéré.

B₁) PROVENANCE DES MANAGERS DES PLUS GRANDES FIRMES

Dans une étude portant sur les 200 plus grandes compagnies françaises, l'équipe conjointe CNRS- Groupe Boyden, relève quatre types très contrastés de managers selon leur mode d'accès au sommet des entreprises. Les managers détectés dans un des grands corps de l'Etat, ceux qui proviennent directement du sommet de l'Etat (appelés Etat non-grands corps), les managers issus des familles propriétaires et enfin ceux qui viennent des entreprises elles-mêmes.

Tableau n° 13 : Origine des managers des 200 plus grandes firmes françaises

Types de dirigeant	1985	1989	1993	1996	Moyenne
Famille propriétaire	28%	34%	32%	31%	31%
Grands corps	28%	30%	36%	30%	31%
Etat non-grand corps	13%	14%	11%	13%	13%
Entreprise	31%	22%	21%	26%	25%
Total	100%	100%	100%	100%	100%
Source : « Administrateurs et dirigeants du CAC 40 », Boyden et CNRS (1997), p.16					

Le premier constat que l'on peut faire est la persistance de la singularité française en matière de nomination des dirigeants, puisque la sphère publique (Etat et grands corps), demeure toujours un passage obligé pour plus de 44 % tandis que les entreprises qui, théoriquement sont l'une des sources importantes de la légitimité managériale, ne fournissent que 25 % des hauts dirigeants. Malgré les efforts faits pour la réhabilitation de l'entreprise en France (modification du partage de la T.V.A au détriment des salariés, modernisation des circuits de financement, ...), le mode de production de l'autorité au sommet des firmes ne suit pas cette évolution. Autrement dit, l'expérience et surtout la compétence professionnelle sont encore loin d'être les uniques critères déterminants dans le choix des dirigeants des plus groupes français. Cette tradition se répercute alors sur le mode de sélection des administrateurs car d'une part ces hauts dirigeants sont eux-mêmes souvent administrateurs, voire pluri-administrateurs, d'autre part, ils disposent d'une grande influence dans le processus de désignation de ces derniers.

³⁹⁴ Et par extension, nous pouvons ajouter les managers, puisque ces derniers sont pour la plupart d'entre eux administrateurs dans d'autres firmes.

B₂) LE POIDS DES PLURI-ADMINISTRATEURS

Pour étudier les caractéristiques de la population des administrateurs et leurs liens avec les dirigeants, l'équipe Boyden-CNRS prend comme échantillon les conseils des sociétés du CAC 40. Cette étude concerne l'année 1997 avec notamment deux périodes distinctes janvier 1997 et juillet 1997. Les chiffres entre parenthèse correspondent à cette seconde date.

Tableau n° 14 : Mandats détenus par les pluri-administrateurs

Nombre de mandats détenus	Nombre de personnes	% des mandats
> 1	73 (76)	44 % (44 %)
> 2	39 (40)	31 % (31 %)
> 3	22 (24)	31 % (31 %)
Source : « Administrateurs et dirigeants du CAC 40 », Boyden et CNRS (1997), p.28		

En janvier 1997, 73 personnes (76 en juillet) administrent au moins deux entreprises du CAC 40 en exerçant 234 (244) mandats sur un total possible de 527 (553) mandats soit pas moins de 44%. Or le nombre d'administrateurs est de 368 au 1^{er} janvier et 385 au 1^{er} juillet. Autrement dit, 19,84 % (19,74 %) des administrateurs exercent 44 % des mandats.

Parmi eux, 22 (24) exercent plus de 3 mandats chacun, ce qui nous donne une proportion d'environ 6 % d'administrateurs qui détiennent à eux seuls plus d'un cinquième des mandats. Cette population de pluri-administrateurs est très influente dans la mesure où elle siège dans la majorité des conseils des sociétés du CAC 40.

Tableau n° 15 : Poids des pluri-administrateurs dans les conseils

Poids des pluri-administrateurs dans les conseils	Nombres d'entreprises	% d'entreprises
Au moins 20 %	35 (35)	90 % (90 %)
Au moins un tiers	28 (25)	72 % (64 %)
Au moins 50 %	18 (16)	46 % (41 %)
Au moins les deux tiers	5 (5)	13 % (13 %)
Source : « Administrateurs et dirigeants du CAC 40 », Boyden et CNRS (1997), p.28		

Ainsi, 90 % de ces firmes ont au sein de leurs conseils au moins 20 % de pluri-administrateurs. En outre, près de la moitié de ces sociétés, (18 en janvier 1997) ont des conseils dominés par ces administrateurs « cumulards ». Partant de là, on peut aisément imaginer les nombreux liens qui se créent entre ces administrateurs dirigeants qui doivent nécessairement travailler ensemble dans au moins un conseil d'administration d'une entreprise du CAC 40. Plusieurs indices vont d'ailleurs dans ce sens. L'âge des pluri-administrateurs, qui ont pour 74 % d'entre eux plus de 55 ans, cela signifie, qu'ils ont eu suffisamment de temps pour connaître les différents rouages de l'administration et des compagnies, qu'ils administrent, il leur est donc plus facile de constituer des carnets d'adresses et des réseaux d'alliance. Les administrateurs concernés ont ainsi, à de rares

exceptions près, les mêmes valeurs culturelles. A titre d'exemple, en 1997 66 % (63 %) des pluri-administrateurs sont des diplômés de l'ENA ou de Polytechnique. Cette proportion atteint même 74 % (67 %) lorsqu'il s'agit de comptabiliser les seuls administrateurs qui exercent trois mandats et plus et culmine à 86 % (79 %) pour les détenteurs de quatre mandats et plus. On comprend dès lors l'effet d'homogénéisation que ce facteur peut avoir. Enfin, alors que le nombre d'administrateurs étrangers augmente progressivement, passant de 61 au premier janvier 1997 (soit 12,9 %) à 73 (19 %) six mois plus tard, leur poids dans la population des pluri-administrateurs demeure très marginal 7 % (5%) soit respectivement 5 puis 4 pluri-administrateurs aux deux dates. Or cela indique qu'une probabilité d'un choc des cultures est d'autant plus faible que les administrateurs étrangers sont quasiment absents du groupe influent des pluri-administrateurs³⁹⁵. Outre leur nationalité française ces derniers proviennent en grande majorité de la sphère publique.

Tableau n° 16 : Poids relatif des pluri-administrateurs selon leur origine

Nombre de mandats	Famille propriétaire	Grands corps	% de pluri-administrateurs	
			Etat non-grands corps	Entreprise
2 mandats ou plus	16,50% (20%)	45% (45%)	12,50% (13%)	25% (24%)
3 mandats ou plus	18% (21%)	46% (43%)	18% (21%)	21% (21%)
24mandats ou plus	10% (16%)	59% (54%)	23% (20%)	10% (12%)
5 mandats ou plus	8% (14%)	75% (67%)	16% (20%)	0% (0%)
Source : « Administrateurs et dirigeants du CAC 40 », Boyden et CNRS (1997), p.39				

Dès qu'un administrateur exerce deux mandats ou plus, il y a au moins 57 % de chances pour qu'il soit un transfuge des institutions de l'Etat. Cette probabilité augmente au fur et à mesure que le nombre de mandats détenus s'accroît. Les administrateurs exerçant quatre mandats et plus provenaient à 82 % (74 %) de l'Etat ou des grands corps, et cette proportion atteint le record de 91 % (87 %) pour les plus importants cumulards (5 mandats et plus). Paradoxalement, le parcours en entreprise n'est d'aucune utilité à ce niveau puisque aucun des pluri-administrateurs qui cumulent le plus de mandats n'est issu de ce milieu. A l'inverse, on relève une relation croissante entre le nombre de mandats exercé et l'appartenance à un vivier étatique, cette dernière étant une variable déterminante de la première.

³⁹⁵ Cela peut sembler paradoxal puisque d'une part, les compagnies du CAC40 réalisent une large proportion de leur chiffre d'affaires à l'étranger et d'autre part, la participation des investisseurs non-résidents dans leur capital dépasse en moyenne 30% en 1997. Cette sous-représentation des étrangers dans les conseils des plus grandes firmes françaises, signifie-t-elle alors que ces investisseurs préfèrent voter « avec leurs pieds », en achetant ou vendant les titres au grès de la concordance des performances réalisées par ces sociétés avec leurs anticipations et leurs critères de rentabilité.

Au total, et comme pour le choix des managers, le passage par la sphère étatique (grands corps, cabinets ministériels, Trésor,...) semble être le principal mode de légitimation de l'accès au poste d'administrateur (et surtout de pluri-administrateur). Nonobstant que ces pluri-administrateurs soient eux même souvent chefs d'entreprises, ce facteur commun avec les managers renforce l'identité de vue entre ces deux catégories d'agents et crée une proximité entre eux qui n'est pas sans conséquences sur la gestion et le contrôle des grandes firmes françaises.

B₃) ADMINISTRATEURS ET MANAGERS UNE POPULATION AUX CONTOURS HOMOGENES

La proximité culturelle entre administrateurs et dirigeants est encore plus nette au sommet de la hiérarchie puisqu'en janvier 1997, 49 % (46 % en juillet) des P.D.G (ou n° 1) des entreprises du CAC 40 sont détectés dans les rouages de l'Etat. Or ces managers ont aussi une forte tendance à cumuler le nombre de sièges d'administrateurs. En juillet 1997, 20 % des mandats des sociétés du CAC 40 leur revenaient. De même, près de 100 % des pluri-administrateurs sont dirigeants (voire anciens dirigeants) ou cadres dirigeants (à savoir vice-président, n° 2 ou n° 3 de la société)³⁹⁶. Il se produit alors un phénomène analogue à celui des participations circulaires dans lequel les entreprises appartenant au même pôle se soutiennent mutuellement contre d'éventuels prédateurs. Les managers sont supposés être sous le contrôle d'administrateurs qu'ils contrôlent à leur tour, même indirectement, par le biais de filiales ou d'autres administrateurs proches.

On peut illustrer cela le cas de trois grandes firmes A, B et C. Le P.D.G d'une entreprise A siège au conseil d'une société B, dont le P.D.G est administrateur du groupe C. Lorsqu'un dirigeant de ce dernier est membre du conseil d'administration de l'entreprise A, alors l'exercice d'un contrôle effectif des managers devient hypothétique car un équilibre coopératif est plus profitable à tous administrateurs et dirigeants. Il est donc rationnel pour chaque administrateur de ne pas déclencher de mesures coercitives à l'encontre des managers qu'ils sont censés contrôler tant que ces erreurs de gestion ne prennent pas des proportions gênantes pour le conseil. C'est ainsi, que peu de conseils d'administration de grandes entreprises françaises ont voté des résolutions qui sanctionnent la gestion ou qui contrarient la stratégie de l'équipe dirigeante. Cette attitude peut s'expliquer de deux manières.

1. d'une part le modèle français de fabrication et de légitimation des administrateurs aboutit souvent à la présence des contrôlés parmi les contrôleurs (Bauer M., Bertin –Mouroit B., 1997) Cette probabilité est d'autant plus élevée que le conseil n'est pas de type bicéphale. Dans ce cas les administrateurs externes vont souvent privilégier des solutions consensuelles avec les managers d'autant plus faciles à trouver qu'ils partagent souvent, à des exceptions près, les mêmes approches des problèmes de l'entreprise ;
2. d'autre part, on peut replacer cette faiblesse du contrôle effectif de l'exécutif par le

³⁹⁶ Lorsqu'on se limite aux seuls n° 1 (qui outre le PDG peut comprendre également le Président du conseil de surveillance), les statistiques de Boyden-CNRS, (1997) donnent des proportions de 70 % à 74 % de pluri-administrateurs qui sont des chefs (ou des ex chefs) d'entreprises.

conseil dans l'absence de conflits d'agence entre les deux parties. Outre la présence des dirigeants au conseil, celle-ci s'explique aussi par la représentativité des administrateurs externes. Ainsi, comme nous l'avons mentionné ci-dessus, la montée en force des investisseurs non-résidents dans le capital des grandes firmes françaises ne s'accompagne pas d'une représentation proportionnelle au sein des conseils de ces sociétés. De même qu'en dehors de quelques rares conseils où les associations de défense des actionnaires minoritaires telles que l'A.D.A.M, représentée par sa présidente C. Neuville, ont un siège. Selon une étude du cabinet Vuchot Ward Howell (1997), sept sociétés seulement ont désigné un administrateur pour représenter les actionnaires individuels. , les actionnaires minoritaires ne sont pas représentés. Restent alors les représentants des sociétés qui ont des participations dans le cadre des noyaux durs mais dont la mission est surtout la défense de la société contre les raids hostiles, en particulier ceux provenant de sociétés étrangères. A priori, cela peut être le signe d'une évolution positive car synonyme de l'augmentation du pourcentage d'administrateurs indépendants, conformément aux recommandations des différents rapports sur le gouvernement d'entreprise. Or si dans la forme, les entreprises françaises appliquent ces directives en nommant des administrateurs indépendants, in fine elles les contournent en sélectionnant ces derniers. La proximité avec la direction de la société redevient alors le véritable critère déterminant. Il est d'ailleurs significatif à cet égard de voir que peu de sociétés prennent le risque de qualifier ces administrateurs d'indépendants Richard B., et Auger E., (1997, p.20) relèvent ainsi que 5 % seulement des sociétés du CAC 40 mentionnent de manière explicite la présence d'administrateurs indépendants. Selon ces auteurs, en 1997 sur 541 administrateurs 93 seulement (soit 17,2 %) peuvent être qualifiés d'indépendants..

Contrairement aux évolutions constatées dans les modes de financement, les structures financières et les stratégies des grands groupes (internationalisation, recentrage, ...), le fonctionnement de leurs conseils d'administration ne connaît pas de profondes mutations. Celui-ci demeure toujours conditionné par le modèle français de production de l'autorité légitime³⁹⁷. La proximité culturelle entre la population d'administrateurs et celle des dirigeants et leurs multiples imbrications, créent de fortes affinités entre ces deux entités. Cette affinité se traduit par une certaine stabilité mais conduit également à la pérennisation de logiques d'autocontrôle. Les dirigeants mettant en place les moyens nécessaires leur permettant de neutraliser les organismes censés les contrôler. Pour autant, le pouvoir des actionnaires n'est pas totalement inhibé. A l'instar des firmes étrangères, les sociétés françaises introduisent également les normes de gestion anglo-saxonnes comme le montre l'apparition brutale de la pratique du *downsizing* qu'on assimile parfois aux licenciements boursiers, les batailles boursières, les différents procès des minoritaires, ...etc.

II) Restructurations industrielles et retour des actionnaires

³⁹⁷ Bauer M., Bertin-Mouront B., (1997) op cit, p.80

1) Vers la ré-appropriation du pouvoir par les actionnaires

En dépit de la relative inertie de leurs structures d'administration, les entreprises françaises ont opéré et continuent à opérer de véritables bouleversements dans leur culture de gestion traditionnelle. Après les profondes mutations de leurs modes de financement et de la géographie de leur capital ces quinze dernières années, celles-ci semblent s'orienter vers un management à l'anglo-saxonne où les intérêts des actionnaires sont mieux pris en compte par des dirigeants de plus en plus contraints³⁹⁸. Sur le terrain, cette nouvelle réalité se manifeste, entre autres, à travers l'ampleur et la nature des opérations de restructuration entreprises par les firmes françaises. Et les exemples illustrant l'adoption de nouvelles pratiques à l'anglo-saxonne sont nombreux à cet égard

a) Les licenciements massifs, ou l'émergence fulgurante d'une nouvelle pratique dans le capitalisme français

Jusqu'à des années relativement récentes³⁹⁹, le recours des entreprises françaises aux licenciements massifs était inimaginable. Aujourd'hui, la masse salariale est, dans une certaine mesure, assimilée à un facteur de production « comme » les autres. C'est un coût « variable » que l'entreprise doit réguler et le cas échéant réduire drastiquement pour restaurer sa marge et sa rentabilité. Plusieurs firmes parmi lesquelles, Alcatel, Alstom, Cap Gemini, Danone, Michelin, Moulinex, Valéo et des filiales françaises de groupes étrangers ont procédé ces dernières années à des licenciements massifs. Dans le cas d'une entreprise comme Renault, cette initiative a paru surprenante dans la mesure où l'Etat était (et demeure encore) le premier actionnaire de la société. Le management de l'entreprise expliquait que cette solution était la seule issue possible pour survivre dans un marché devenu très concurrentiel. De même, les plans sociaux de Danone et de Michelin ont soulevé de vives protestations des syndicats et de certains milieux politiques. Ceux-ci dénonçaient alors des licenciements boursiers. En effet, ces réductions d'effectifs intervenaient alors même que les deux sociétés étaient largement bénéficiaires. Les protestants sont d'autant plus confortés dans leur démarche que la bourse réagit favorablement à ces annonces⁴⁰⁰. Si la direction de Michelin a reconnu plus tard avoir commis une erreur de communication en annonçant simultanément des résultats bénéficiaires et son plan social, l'exécution de celui-ci n'est pas modifiée. Désormais, le *downsizing* jadis caractéristique du seul capitalisme anglo-saxon, est maintenant un outil

³⁹⁸ La première contrainte est une conséquence de l'arrivée dans le capital de ces sociétés d'investisseurs institutionnels anglo-saxons qui sont loin d'être passifs.

³⁹⁹ Fin des années quatre-vingt

⁴⁰⁰ Le dernier en date est l'accueil favorable du marché à l'annonce par Alstom d'un plan appelé *restore value* (en mars 2002) et qui prévoit entre autre une diminution de 10% des frais généraux (ce qui suppose implicitement une pression sur les effectifs dans certaines branches) en vue d'une plus forte création de valeur actionnariale. En contrepartie, le dividende est supprimé au titre de l'année en cours.

de régulation de la conjoncture adoptée par les multinationales françaises même dans l'hexagone. Renault qui l'a placé au centre de sa stratégie, après les limites rencontrées par les mécanismes d'aides publiques de départs anticipés à la retraite, l'a même exporté au Japon après son entrée au capital de Nissan. Les analystes considèrent que ce *downsizing* a été un élément capital dans le redressement de la filiale nippone et du groupe Renault dans son ensemble. Celui-ci est alors présenté comme un simple élément d'un large programme de réduction des coûts. Cette pratique est en réalité synonyme d'une adoption progressive d'une gouvernance « restrictive » dans la mesure où les intérêts d'une catégorie importante de *stakeholders*, en l'occurrence les salariés, sont sacrifiés au profit des actionnaires

Pour ne pas apparaître complètement inféodé aux marchés et aux entreprises, les pouvoirs publics élaborent alors un projet (projet Guigou). Adopté par le parlement, cette loi dite de modernisation sociale introduit certains dispositifs contraignants dans les plans sociaux. Concrètement, il s'agit de renchérir le coût des licenciements et de renforcer le rôle des représentants du personnel. Pour les licenciements économiques, l'indemnité légale sera doublée passant d'un dixième à un cinquième de mois de salaire par année d'ancienneté. En outre, les conseils d'administration, de surveillance et les directoires des grands groupes seront responsabilisés. Dans cette optique, les conséquences sociales et territoriales des restructurations éventuelles doivent être présentées devant ces organes. Les représentants du personnel seront plus impliqués et mieux informés puisqu'ils doivent dorénavant être doublement consultés d'une part pour expliquer le bien fondé des mesures de restructuration envisagées et d'autre part, sur la procédure de licenciement économique elle-même. Enfin, les entreprises de plus de 1000 salariées sont tenues de contribuer à l'effort de reclassement des employés renvoyés. Il s'agit d'obligation de formation et d'aide au reclassement au travers de « congés de reclassement » d'une durée de six mois pendant lesquels.

Loin de se limiter à une gestion active de la masse salariale, synonyme d'une plus grande flexibilité du travail, les pressions des actionnaires s'étendent également à d'autres aspects tels les choix stratégiques de l'entreprise. La généralisation accélérée des opérations de recentrage sur le cœur de métier en est une parfaite illustration.

b) Diversifications et recentrage : les pressions du marché

Après la mode des grands conglomérats des années soixante et soixante-dix, le recentrage sur le métier de base, est devenu le nouveau *credo* des marchés financiers. Désormais les actionnaires veulent que leur entreprise soit un *pur player*. Lors de la période des trente glorieuses la stratégie de diversification dans de multiples métiers était synonyme de bonne gestion à bien des égards. Il y a d'abord les conquêtes de nouvelles parts de marché et la progression de chiffre d'affaire qu'elle induit. Vient ensuite la complémentarité entre les métiers. Etre présent d'amont en aval de la chaîne signifiait alors la maîtrise de tout le processus de production souvent synonyme d'un groupe bien intégré. Lorsque les branches n'avaient aucun lien entre elles, cette diversification était alors légitimée par la nécessité d'une meilleure répartition des risques. Enfin, la course à la taille s'illustre en France par la politique publique des « champions nationaux » à travers les différentes aides et subventions de l'Etat aux grandes entreprises

Il peut sembler pertinent de faire un parallèle entre ces mutations industrielles et l'évolution de la théorie économique et financière. Avant les chocs pétroliers et l'inversion du long cycle de croissance d'après guerre dans les pays de l'OCDE, l'intégration verticale et la diversification sont considérés comme deux sources importantes de croissance et de consolidation du chiffre d'affaires de l'entreprise. En Europe, comme en Amérique du Nord, la sous-traitance est alors une pratique peu répandue contrairement au Japon⁴⁰¹. L'intervention des grands groupes ne se limite pas à cette présence sur tous les segments de la chaîne de production. Ils investissent aussi dans des métiers très différents et donc peu susceptibles d'engendrer des synergies qui se répercuteront positivement sur leur rentabilité⁴⁰², mais jusqu'à la fin des années quatre-vingt, la rentabilité financière est loin d'être un objectif primordial de ces conglomerats. Avec le retournement brutal du long cycle de croissance mondial, les grands conglomerats se trouvent confrontés à deux importants problèmes. D'une part, ils arrivent difficilement à accroître leur périmètre d'activité, d'autre part, leur forte diversification les empêche de chercher de nouveaux gisements de productivité au sein même de leurs structures tant, les synergies sont faibles entre les différentes branches. Dès lors, une vague de fusions-acquisitions sur fond de recomposition industrielle est déclenchée et s'étend sur plus d'une décennie à toute l'économie américaine. Sur le plan académique, celle-ci coïncide avec, la multiplication d'études tendant à souligner la relative inefficacité de ces entreprises « à tout faire ». La théorie de l'agence de Jensen et Meckling (1976) ouvre une brèche dans la cohésion supposée des différents acteurs au sein des organisations. Dans la lignée des conflits d'agence, d'autres recherches⁴⁰³ mettent en relief les diverses techniques utilisées par les dirigeants pour se protéger des sanctions du marché. Des modèles sont alors proposés en vue de réorienter l'action des managers vers la prise en compte de l'intérêt des actionnaires à travers les approches de création de valeurs. On assiste alors à la vague des opérations *L.B.O* et des *raids* hostiles financés par endettement. Ces mécanismes apparaissent comme des outils adéquats pour réduire le gaspillage des ressources et minimiser ainsi les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants.

Un des axes directeurs de ces approches est d'augmenter la visibilité et la transparence de la firme. Cette visibilité suppose d'abord d'abandonner la diversification dans plusieurs activités et le recentrage sur le cœur de métier pour chaque entreprise.

L'impératif de la visibilité n'est pas le seul critère invoqué pour combattre les stratégies de diversification. Par essence, on considère que ce n'est pas à l'entreprise de diversifier les risques mais c'est à l'actionnaire. Une firme n'est pas bien placée pour le faire dans la mesure où elle ne peut pas posséder une expertise et une compétitivité dans l'ensemble de ces diverses activités. Au contraire, la phobie de la diversification chez les

⁴⁰¹ Celle-ci ne fera l'objet de recherches universitaires qu'après les travaux d'Aoki (1984) sur l'organisation de la firme japonaise.

⁴⁰² Ainsi l'ex Compagnie Générale d'Electricité, devenue plus tard Alcatel- Alstom, avant de se scinder en deux sociétés distinctes était présente dans des métiers aussi éloignés, que l'électricité, les télécommunications et les transports. De la même façon, l'ex Générale des Eaux regroupait des activités aussi diverses que le BTP et la publicité et l'édition (à travers Havas)

⁴⁰³ Notamment la théorie de l'enracinement des dirigeants et les travaux portant sur le choix des structures de capital.

gérants⁴⁰⁴ est devenue telle qu'on considère toute opération de cette nature contre-productive puisqu'elle conduit à un subventionnement croisé interne, (Batch. L, 2002) les branches riches finançant les branches déficitaires.

Dans la nouvelle configuration, l'entreprise réduit les risques non pas en investissant dans différents métiers mais, en dominant ou, du moins, en devenant un acteur majeur de son cœur de métier. C'est à l'aune de cette nouvelle logique qu'on peut apprécier certaines opérations récentes de fusion-acquisition ou de déconsolidation. Ainsi, en prélude à son renforcement dans la pharmacie, l'ex Rhône Poulenc se sépare progressivement dès 1998 de sa filiale chimique Rhodia par une offre publique de vente sur la bourse de Paris. Fait nouveau dans le capitalisme français, lors de cette opération, la maison mère n'a pas particulièrement cherché à protéger sa filiale des risques d'OPA. Conscients de cela, les dirigeants Rhodia se sont alors lancés dans des acquisitions financées par endettement pour atteindre la taille optimale et rendre un *raid* hostile difficile à réaliser⁴⁰⁵. Le même parallèle peut être fait avec les équipementiers français Alcatel et britannique Marconi, qui se sont progressivement désengagés de leur filiale commune Alstom. La même année, en septembre 1998, Alcatel confirme son recentrage en déboursant 4,4 milliards de dollars sous forme d'OPE pour l'acquisition d'un petit opérateur américain de télécommunications « DSC communications corporation »⁴⁰⁶.

Par ailleurs, même lorsqu'une opération de diversification est légitime du point de vue industriel parce que la cible appartient au cœur d'activité de la société initiatrice de l'offre publique d'achat, les actionnaires ne sont pas toujours prêts à cautionner une telle opération si le prix à payer leur paraît excessif ou si la rentabilité à court et moyen terme semble incertaine⁴⁰⁷. Ainsi, sous la pression du marché (baisse de 11% de l'action pour une valeur pourtant réputée défensive et peu volatile), le groupe Danone a dû renoncer à l'acquisition, jugée onéreuse, de « *Quaker Oats* » dans le secteur des biscuits aux Etats-Unis⁴⁰⁸. Les mêmes pressions du marché ont obligé le groupe Suez à écarter toute fusion avec deux sociétés d'énergie allemandes, E.O.N et R.W.E. Dans ces cas, les interventions des actionnaires ne sont pas nécessairement directes, en particulier lorsque ceux-ci ne siègent pas au conseil d'administration. Celles-ci passent alors souvent par le

⁴⁰⁴ et par ricochet chez actionnaires institutionnels dont ils sont souvent les agents

⁴⁰⁵ Cependant sur le marché les spéculations sur une offre étrangère, amicale ou hostile, sont récurrente. En dépit de ces opérations de croissance externe, Rhodia a une faible capitalisation, ce qui conduit certains concurrents, tel le néerlandais D.S.M à faire des offres amicales jusque là rejetées.

⁴⁰⁶ On était alors au cœur de la bulle internet qui a conduit Alcatel à proposer aux actionnaires de sa cible une prime de 80% par rapport au dernier cours coté. Il est vrai qu'à l'époque les sociétés de ce secteur étaient valorisées en termes de multiples de leurs chiffres d'affaires. La veille de l'annonce d'Alcatel, Ciena, un concurrent de DSC recevait une offre de 7,1 milliards de dollars de la part de Tellabs, ce qui le valorisait 19 fois son chiffre d'affaire.

⁴⁰⁷ On mesure alors par la durée en semestres, voire en années pour une acquisition stratégique, l'effet dilutif ou relatif du bénéfice net par action.

⁴⁰⁸ Pourtant Pepsi –Cola a acheté « *Quaker Oats* » à un prix supérieur à celui que Danone était prêt à payer.

marché à travers la stratégie de l'*exit*. Ce moyen de pression est d'autant plus efficace que les institutionnels anglo-saxons sont fortement présents au capital de la firme incriminée. Dans ce cas, la pression se traduit par une forte dépréciation du titre qui peut se transformer en une perte de confiance des investisseurs dans l'entreprise. Ces exemples illustrent l'incursion du contrôle externe dans la gouvernance des grands groupes français. Enfin, certains actionnaires peuvent privilégier la voie juridique en contestant auprès des autorités de marché ou des tribunaux certaines décisions prises par le management. La multiplication de ce type de démarche témoigne d'un certain activisme des actionnaires minoritaires jusque là inconnu en France.

c) Activisme des actionnaires minoritaires et réveil de l'actionnariat individuel : une nouvelle donne dans le droit français (cas de Legrand).

Une des caractéristiques du capitalisme français par rapport au capitalisme anglo-saxon réside dans la relative faible protection juridique offerte aux investisseurs, en particulier les actionnaires minoritaires. Selon La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny (1997 et 2000) la différence des règles du droit d'entreprise entre les pays de l'OCDE expliquerait même les différences dans les performances des systèmes financiers de ces pays. Cela se traduit, entre autres, par une plus forte concentration de la propriété dans les pays dont le droit est d'inspiration romano-germanique (pays d'Europe continentale). En permettant de constituer des blocs de contrôle, cette concentration du capital apparaît alors comme un moyen de pallier les insuffisances des mécanismes de protection des actionnaires en vigueur dans ces économies⁴⁰⁹. Dans ces conditions, les actionnaires minoritaires n'appartenant pas à ces blocs de contrôle ne sont pas à l'abri d'une « expropriation » et les conflits d'agence qui les opposent aux dirigeants risquent de s'achever toujours en faveur de ces derniers. Au-delà de ce constat général mais néanmoins réel, il convient de souligner également que ces aspects n'ont été pris en considération que récemment, notamment depuis que le débat sur le gouvernement d'entreprise a été lancé en France vers le milieu des années quatre-vingt-dix. Pour illustrer cela, nous verrons le succès des actionnaires minoritaires de Legrand lors de la tentative avortée du rachat de leur société par Schneider.

Le 15 janvier 2001, le groupe Schneider annonce une OPE amicale sur son concurrent Legrand. Plébiscité par le marché, ce projet qui visait la création du numéro un mondial de la distribution électrique basse tension obtient le visa de la COB et l'avis de recevabilité du C.M.F. Schneider proposait alors d'échanger sept de ses actions contre deux actions ordinaires de Legrand et deux de ses actions contre chaque action à dividende prioritaire (ADP) de Legrand. Comme leur nom l'indique ces actions sont dépourvues du droit de vote bien qu'elles représentent 23,8% du capital de la société cible. En revanche, elles bénéficient d'un dividende supérieur de 60% à celui des actions ordinaires. De ce fait, les porteurs des A.D.P se sont élevés contre la parité retenue, considérée comme nettement insuffisante. La Présidente de l'A.D.A.M (association pour

⁴⁰⁹ A l'opposé, les garanties offertes aux investisseurs par la *common law* se traduisent par le développement d'un actionnariat dispersé dans les pays anglo-saxons (ou anglo-américains). Dans ce système, les actionnaires n'ont pas besoin de se regrouper *ex ante* pour faire face aux conflits d'agence ou éviter d'être expropriés.

la défense des actionnaires minoritaires) Collette Neuville, souligne à ce propos que « *Schneider n'offre aux porteurs d'A.D.P qu'un sixième du prix payé pour acquérir Legrand alors qu'ils détiennent un quart du capital* ».

Les protestations de ces actionnaires minoritaires ne trouvent pas d'échos auprès du management des deux sociétés ou des autorités du marché. Ceux-ci doivent certainement justifier cette parité par la décote historique de plus de 40% de ces A.D.P par rapport aux actions ordinaires⁴¹⁰. Devant ce refus de Schneider et des autorités de marché, les porteurs d'ADP⁴¹¹ menés par l'Adam saisissent la cour d'appel de Paris pour contester la recevabilité de cette OPE. Contre toute attente, celle-ci émet un jugement favorable aux plaignants⁴¹². La cour estime en effet que le CMF n'avait pas suffisamment justifié les critères retenus pour rétablir la parité entre les actions Schneider et les ADP Legrand. Même si l'OPE, dans son ensemble, a été rejetée par la commission européenne pour cause de position dominante et de risque d'entrave à la concurrence, Schneider a du, avant de connaître cette décision reformuler son offre. Même si on doit nuancer la portée de cette décision de la cour d'appel, tant le droit des affaires français n'est pas tellement d'essence jurisprudentielle⁴¹³ contrairement à la *common law*, où les juges sont souvent faiseurs de loi, cette victoire des actionnaires minoritaires de Legrand témoigne d'un activisme de plus en plus visible de ce type de *shareholders*. A coté des petits porteurs⁴¹⁴ et des actionnaires salariés non-dirigeants, on trouve d'autres actionnaires, financiers ou institutionnels qui détiennent des blocs d'actions sans pour autant exercer un quelconque contrôle direct (du moins pas tous) sur les sociétés dans lesquelles ils investissent. Cependant cela ne signifie pas l'absence de tout contrôle. Si les petits porteurs ont souvent intérêt à adopter un comportement de passager clandestin⁴¹⁵, ce n'est pas le cas des institutionnels, notamment les fonds de pension américains

⁴¹⁰ Celle-ci s'explique par l'absence de droits de vote, leur détention n'a dès lors aucune incidence sur l'évolution du pouvoir au sein de l'entreprise, ce qui leur ôte par conséquent toute prime de contrôle. Signalons cependant que ce type de titres mis en place en 1983 tend à disparaître puisque seules désormais quatre sociétés, en détiennent encore. Il s'agit outre Legrand, de Casino, Sagem, et Essilor, cette dernière ayant même émis le souhait de les racheter.

⁴¹¹ Parmi lesquels des gérants de fonds d'investissement et des arbitragistes.

⁴¹² L'effet surprise vient du fait que cette cour a rarement contredit les décisions du conseil des marchés financiers (C.M.F). Cet événement n'échappe d'ailleurs pas à C.Neuville qui souligne « *c'est la première fois, alors que je m'intéresse depuis dix ans à ce type d'affaires, que la cour d'appel donne raison aux actionnaires minoritaires* ». (Tribune, a mai 2001, p.4)

⁴¹³ Deffains B., Guigou J-D., (2002), « Droit, gouvernement d'entreprise et marchés de capitaux », GDR *Economie monétaire et financière*, Lyon, 6-7 juin, p.4

⁴¹⁴ En 2001, on dénombrait près de 5,6 millions d'actionnaires individuels en France.

⁴¹⁵ L'arbitrage entre coûts et bénéfices du contrôle n'incite pas souvent ces petits porteurs à adopter un comportement actif, à moins de se regrouper dans des associations. Même cette démarche n'est pas systématiquement rentable. Elle dépend de plusieurs facteurs, comme le montant de l'investissement consenti, le bénéfice attendu, d'une telle action, sa probabilité de succès...

depuis que leur législation les obligent à exercer leurs droits de vote pour mieux défendre leurs souscripteurs. A cela s'ajoute leur responsabilité fiduciaire qui permet à leurs actionnaires de les attaquer en justice s'ils estiment que les décisions prises sont contraires à leurs intérêts. Cette pression juridique inexistante en France expliquerait en partie leur plus grand activisme par rapport aux institutionnels français tels que les OPCVM, (Mtanios et Paquerot, 1999). En outre du fait de la contrainte de liquidité qui pèsent sur eux⁴¹⁶, ces fonds de pension américains ne peuvent pas toujours, en dehors des grandes capitalisations, recourir à l'exit comme stratégie de contestation du management. Ils exercent alors un contrôle latent, et utilisent des supports médiatiques et judiciaires pour exprimer leur opinion. Ils sollicitent également des rencontres périodiques avec les dirigeants et la présence d'analystes financiers leur permet de mieux saisir la réalité des informations qui leur sont communiquées. A titre d'exemple, on peut citer de la bataille de procuration entre la direction du groupe français André et deux investisseurs britanniques, dont le fond NR Atticus, aidés par le cabinet d'avocat de S. L'Hélias⁴¹⁷. Ainsi après une bataille médiatique de près de trois mois, ces investisseurs ont réussi à l'issue de l'assemblée générale du groupe André le 5 avril 2000, à obtenir la révocation du conseil de surveillance, le changement du Président de ce conseil ainsi que celui du Directoire, que l'acquisition de cinq sièges (quatre pour NR Atticus et un pour Guy Wyser-Pratte) au conseil de surveillance. Le succès de cette démarche a été facilité par le ralliement d'une partie des actionnaires passifs aux actionnaires dissidents. Cet exemple montre que la formation de coalitions sous la direction d'investisseurs institutionnels ou l'appel aux associations spécialisées permet de surmonter le problème du passager clandestin qui est susceptible d'inhiber l'activisme des actionnaires minoritaires.

Enfin, nous pouvons ajouter la mobilisation de certains organes de presse spécialisés (tels les hebdomadaires *Journal des Finances*, *Investir* ou *la Vie Financière*) avant les assemblées générales. Ceux-ci recommandent à leurs lecteurs, qui sont actionnaires pour la plupart, de ne pas voter les clauses qui vont à l'encontre d'une bonne gouvernance, tels la possibilité de procéder à une augmentation de capital en cas d'offre hostile sur la société, l'attribution de stocks options aux cadres dirigeants alors même que les performances réalisées par la société sont médiocres ou en dessous de la moyenne de marché. On trouve même des positions offensives comme la demande de la suppression du droit de vote double.

En dépit de ces évolutions qui militent en faveur d'une amélioration du gouvernement d'entreprise au sein des grandes sociétés françaises cotées, les managers essayent de s'adapter en essayant de favoriser le développement de l'actionnariat salarié au sein des firmes qu'ils dirigent. Contrairement aux autres actionnaires ceux-ci placent la sauvegarde de leur emploi au centre de leurs revendications bien avant la création de la valeur actionnariale. Leurs objectifs ne rejoignent donc pas toujours celles d'autres actionnaires

⁴¹⁶ A la bourse de Paris, la capitalisation de certaines sociétés demeure modeste. Un fort décalage de cours est d'autant plus probable que la fraction de capital mise sur le marché (le flottant) est réduite. La banque d'affaires *Morgan Stanley* vient d'ailleurs de revoir ses indices européens dans lesquels les sociétés sont désormais choisies non pas en fonction de leur capitalisation absolue, mais par rapport à leur flottant.

⁴¹⁷ Qui rappelle qu'il est spécialisé dans le droit boursier, en particulier la défense des droits des actionnaires minoritaires.

minoritaires et paradoxalement, ceux-ci peuvent même s'opposer. Dans ce cas, les actionnaires salariés seront à coté des dirigeants d'autant plus qu'ils peuvent obtenir en contrepartie de leur soutien des augmentations salariales qui compenseront en totalité ou en partie la sous performance de leurs titres de propriété. C'est ainsi que les actionnaires de la Société Générale ont préféré garder leurs titres plutôt que de répondre à l'offre de B.N.P de 1999, permettant à leur société de sauvegarder son indépendance. La même attitude a été adoptée par les actionnaires salariés de Casino lors de l'offre hostile de Promodès en 1997. Les actionnaires minoritaires sont donc loin de constituer une entité homogène. Dans sa typologie des actionnaires minoritaires actifs, C Girard (2001) reprend même l'hypothèse de Brickley et al (1988) d'affiliation de certaines banques et sociétés d'assurance à la coalition de contrôle⁴¹⁸. Même si elle peut paraître plausible, cette hypothèse doit être nuancée dans la mesure où ces actionnaires minoritaires institutionnels ne peuvent pousser cette collusion au point de mettre les dirigeants à l'abri de toute contestation dans puisque eux même sont soumis à l'évaluation et à la sanction du marché. Au contraire, ils peuvent profiter de ces liens privilégiés pour éviter certains dérapages du management ce qui revient à exercer un contrôle actif sur la société. Cette hétérogénéité de l'actionnariat minoritaire ne remet donc pas fondamentalement en cause son activisme. Celui-ci tend d'ailleurs à devenir de plus en plus croissant en France.

Parallèlement à l'activisme des actionnaires individuels, nous pouvons relever également l'émergence des offres publiques hostiles, dans le paysage économique français qui permettent aux actionnaires salariés et surtout aux actionnaires stratégiques de jouer un grand rôle.

d) L'influence des actionnaires stratégiques : Cas d'Axa, d'Alcatel, et des institutionnels étrangers dans la bataille BNP-Paribas-Société Générale

Janvier 1999, marque la naissance de l'euro qui devient, dans un premier temps, la monnaie de transactions sur les marchés financiers. Ce lancement qui consolide la construction d'un vaste marché unique à l'échelle du vieux continent préfigure déjà les regroupements futurs, nationaux et transfrontaliers, entre sociétés européennes⁴¹⁹. Le secteur financier est en première ligne depuis l'unification des marchés obligataires de la zone euro. Ainsi, dès le début février 1999, les dirigeants des banques Paribas et Société Générale annoncent un projet de fusion de leurs deux banques avec une OPE de la deuxième sur la première. A raison de 5 actions Société Générale pour 8 actions Paribas, cette dernière, qui est la cible, est valorisée à 15,1 milliards d'euros. Le projet est avalisé par les actionnaires respectifs des deux banques et les dirigeants s'attèlent à expliquer au marché la viabilité de leur projet puisque la nouvelle entité deviendrait la quatrième banque mondiale par le montant de ses fonds propres⁴²⁰. Marginalisé par cette opération

⁴¹⁸ En contrepartie d'un plus grand accès à l'information et de l'établissement de relations bilatérales secrètes avec la management.

⁴¹⁹ La disparition du risque de change au sein de la zone *euroland*, équivaut à l'apparition (ou l'élargissement) d'un vaste marché domestique pour les entreprises des onze (puis des douze) pays ayant adopté la monnaie unique. La conquête de parts de marché passe alors inévitablement par des regroupements tant à l'échelle nationale qu'à l'échelle européenne.

surprise, le management de la banque B.N.P annonce un mois plus tard un projet de mariage à trois baptisé par le nom de code de SPB. Celui-ci passerait par une double OPE de la BNP sur SG et Paribas. Pour paraître plus attrayante, celle-ci offre une prime supérieure aux actionnaires de Paribas qui est valorisée à 18 milliards d'euros, soit 19,2 % de plus que l'offre initiale de la SG. Cela ne suffit pas à recueillir l'accord du management de la banque Paribas, mais aussi de la SG qui mettent en avant le caractère hostile et non concerté de cette offre. Or précisent ces dirigeants, dans un métier de service où le capital humain est encore plus important qu'ailleurs, la réussite d'un projet passe au préalable par l'adhésion du personnel et notamment des cadres supérieurs. Parallèlement aux incitations financières, la B.N.P met en avant la supériorité de son projet notamment dans la banque de détail grâce aux synergies attendues de la fusion de son réseau avec celui de la Société Générale ⁴²¹. Se fondant sur ces arguments, le premier actionnaire de Paribas (et de la B.N.P) en l'occurrence Axa revient sur sa décision initiale et appui le nouveau projet de mariage à trois. Pour la première fois en France, une bataille boursière s'engage entre des entreprises de taille aussi importantes. Pour la première fois également, le poids des actionnaires va s'avérer déterminant dans une décision majeure de « leurs » sociétés. Dans le même ordre d'idées, les conseils d'administrations sortent, pour une fois, de leur léthargie et du rôle de chambre d'enregistrement dans lesquels ils étaient jusqu'à là confinés. Les conflits d'intérêts qui étaient jusque là neutralisés par la menace de la réciprocité, du fait des participations croisées, et surtout grâce à la proximité culturelle de la classe dirigeante apparaissent au grand jour. Lors de la tenue des réunions des conseils de la Société Générale et Paribas, le 6 avril 1999, le PDG d'Axa soutien ouvertement le projet de la BNP. Au conseil de Paribas, il obtient même le soutien de Jean Gandois, par ailleurs administrateur de la BNP, la neutralité de deux représentants des salariés. En dépit de la relative transparence qui a caractérisé les délibérations de ces deux conseils, avec notamment un vote à main levée, on ne constate pas de remise en cause fondamentale et irréversible des anciens équilibres et des logiques qui les sous tendent. En effet, les voix dissidentes mis à part, les deux conseils ont largement soutenu les positions de leurs dirigeants respectifs. L'examen de la composition et du comportement des conseils de ces deux banques cibles révèlent une certaine permanence des pratiques antérieures en matière de gouvernance. En effet, si le vote des AGF en faveur du projet SG Paribas, s'explique par des considérations stratégiques, du fait de la concurrence entre sa maison mère Allianz et Axa ⁴²², l'attitude d'autres administrateurs n'obéit en majeure partie qu'à des considérations de ce qu'on peut appeler une « solidarité de réseaux ». Les PDG d'Alcatel, Total, et Promodès, appuient sans réserve le directoire de Paribas, du seul fait des

⁴²⁰ Avec 21,04 milliards d'euros, elle se serait placée juste derrière Citigroup, HSBC et Bank of America respectivement, première, deuxième et troisième banque mondiale, en matière de fonds propres.

⁴²¹ D'autant plus que le secteur est très concurrentiel puisque ce regroupement ne permettra d'atteindre que 15 % de part de marché dans la banque de dépôts.

⁴²² Selon le projet qui réussit, l'une ou l'autre société d'assurance aura plus (ou moins) d'opportunités de développer des stratégies industrielles avec le nouveau groupe (comme la distribution de ces produits d'assurance dans le vaste réseau des banques) et plus généralement d'asseoir son influence sur le secteur financier français et européen.

rapports capitalistiques qui unissent leurs entreprises à la Société Générale⁴²³ et des liens que cela ait pu inévitablement créer entre leurs dirigeants. Les autres administrateurs se rallient naturellement au camp majoritaire qui soutien l'exécutif. C'est le cas du Président du Medef, qui est aussi administrateur de la SG et qui à ce titre s'oppose au projet SPB. La seule nuance vient de la représentante d'une association des actionnaires minoritaires (ADAM) qui tout en ne s'opposant pas à l'exécutif recommande à ses membres de ne pas se précipiter et d'attendre l'offre la plus valorisante. La même remarque peut être faite concernant le vote du conseil d'administration de la Société Générale. Les pratiques qu'on pensait révolues apparaissent au grand jour. Ainsi, on ne peut mieux comprendre le vote du représentant de Peugeot, Jacques Calvet en faveur du management de la SG, alors même qu'il était ancien président de la BNP si on ignore que depuis mars 1996 SG et Peugeot ont conclu des accords de préemption réciproque valables en cas d'OPA sur leur capital. Dévoilé en pleine bataille boursière, le même accord lie la banque de Daniel Bouton à Pernod-Ricard depuis juin 1997⁴²⁴. Dans ce même registre, Paribas révèle également que selon un pacte d'actionnaires secret dont le contenu a été publié lundi, 19/04/1999, Axa et Paribas se sont engagés à maintenir leurs participations réciproques et à soumettre toute modification à l'approbation de l'autre partie. Enfin, si ces administrateurs ont montré qu'ils votent rarement en fonction de l'intérêt des actionnaires qu'ils représentent⁴²⁵, il faut savoir également qu'ils sont relativement peu représentatifs. Deux mois après le lancement de la première offre de la Société Générale, les conseils de surveillance ou d'administration de Paribas, de la société Générale ne représentent respectivement que 12%, 20% et 25% du capital⁴²⁶.

Dans ces conditions, le marché est appelé à jouer un rôle d'arbitre entre les offres concurrentes. Ce rôle est d'autant plus crucial qu'il vient consacrer le net déclin du rôle de l'Etat dans les restructurations des entreprises privées. Certes, les pouvoirs publics ont vainement essayé d'encourager les différentes parties pour parvenir à une solution concertée⁴²⁷. Mais, devant la position intransigeante des parrains du projet SG-Paribas, ils se rallient vite à l'idée de laisser le marché et donc les actionnaires décider. Ces derniers joueront d'ailleurs un rôle décisif dans le résultat de ces opérations.

A l'expiration des différents recours, la BNP obtient 65,1 % du capital de Paribas, et 36,8 % du capital de la Société Générale (mais qui ne représentent que 31,5% des droits de vote)⁴²⁸. Si le marché qui a plébiscité dès le départ le projet SPB, a permis à la BNP,

⁴²³ Celle-ci étant un actionnaire de longue date de ces trois sociétés.

⁴²⁴ Pour rappel, Peugeot et Pernod-Ricard sont actionnaire à hauteur respectivement de 1,66 % et 1,36 % de SG (qui elle-même possède 3,7 % de Peugeot)

⁴²⁵ Lors de la tenue des conseils, le projet SBP était mieux valorisé par le marché que la fusion SG- Paribas

⁴²⁶ Reclus R., (1999) « Psychodrame bancaire pour le week-end pascal », enquête sur les conseils d'administration de BNP, de Paribas et de la Société Générale, *Tribune*, 02 avril, pp.18-31

⁴²⁷ Et dans la tradition de la constitution de grands champions français, ils cachaient à peine leur préférence pour le projet SPB, qui est en permettant la naissance d'une grande banque française, met à l'abri ces banques d'un rachat étranger.

de remporter Paribas, quelques institutionnels financiers étrangers, tels l'anglais CGU, l'espagnol BSCH, le japonais Meiji life insurance, et l'allemand AGF-Allianz ont joué le rôle de chevaliers blancs en permettant à la Société Générale de garder son indépendance. En effet, le comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (C.E.C.E.I) a refusé à la BNP une entrée minoritaire au capital de la Société Générale alors même que beaucoup d'analystes et d'opérateurs sur le marché s'attendaient à ce que cet organisme entérine l'aboutissement du projet SBP⁴²⁹. Cette issue, fusion de la BNP avec Paribas et échec des deux projets initiaux, traduit deux évolutions significatives de la gouvernance en France.

- D'une part, elle confirme le déclin relatif de l'influence politique dans les décisions économiques des grands groupes privés. En effet, même si la classe politique dont son ensemble souhaitait la naissance d'un grand groupe bancaire français, à travers un mariage à trois de ces trois banques, le C.E.C.E.I s'est limité à ses prérogatives qui sont de veiller au respect du droit bancaire. Or juridiquement, cet organisme ne doit autoriser le contrôle d'une banque que si l'acquéreur potentiel possède plus de 50% des droits de vote ou au moins entre 40% et 50% du capital et des droits de vote, situation assimilée à une présomption de contrôle. En dessous de ce seuil, le C.E.C.E.I ne peut accepter de fusion ou de rachat non amical car il n'y a pas de véritable contrôle effectif. A travers cette décision, le C.E.C.E.I confirme son indépendance, permettant par la même occasion à son Président J-C Trichet, par ailleurs gouverneur de la Banque de France et candidat à la succession de W Duensenberg, à la tête de la BCE de renforcer sa crédibilité.

- D'autre part, cette issue confirme le rôle désormais décisif des actionnaires, qu'ils soient individuels ou institutionnels. Ainsi, Axa a joué un rôle décisif dans l'échec du projet SG au profit de la fusion BNP-Paribas, et les actionnaires institutionnels étrangers, ainsi que les actionnaires salariées de la Société Générale (12,8 % des droits de vote) ont permis à cette dernière de garder son indépendance. Cette bataille boursière montre la fin de l'ère des actionnaires passifs, comme le confirme d'ailleurs l'apparition d'une nouvelle catégorie d'actionnaires, *les raiders* qui n'hésitent pas à s'attaquer au management de certaines sociétés, notamment familiales. Le cas Bolloré est significatif à cet égard.

e) L'actionnariat familial et l'apparition de *raid*ers : le cas Bolloré

Depuis la seconde moitié des années quatre-vingt-dix, Le groupe Bolloré Technologies et à travers lui son président M Vincent Bolloré ne cesse de bouleverser le paysage financier français en introduisant de manière relativement brutale une « nouvelle » pratique dans le capitalisme français, les *raids* hostiles sur le capital des conglomerats familiaux. En 1997, celui-ci entre dans le capital du groupe Bouygues. Les dirigeants n'apprécient pas cette intrusion non sollicitée et refusent d'inviter leur nouvel actionnaire au conseil d'administration de l'entreprise. Celui critique alors ouvertement la stratégie du

⁴²⁸ A noter que le non respect de la règle de droit « une action, une voix », et l'octroi des droits de vote double aux actionnaires passifs « amis » a servi au management de la Société Générale qui a fait valoir que la BNP ne pouvait lever ses titres dans la mesure où elle ne disposait même pas d'un tiers des droits de vote.

⁴²⁹ Jessie H., (1999), « Le marché parie sur la réussite de SBP », *La tribune*, 18 août, p.3

management et notamment sa diversification dans les télécommunications. Sur le marché, les spéculations sur une éventuelle scission du groupe Bouygues du fait notamment de l'attrait de certains actifs (TF1, Bouygues Télécom, Bouygues Offshore, ...) augmentent ce qui fait monter l'action. Profitant de cette occasion, Bolloré cède sa participation à un nouvel actionnaire, en l'occurrence Pinault Printemps Redoute, mais en encaissant au passage une plus value de 228,67 millions d'euros. En 1998, il récidive en s'attaquant à la société Pathé. Profitant de la rivalité qui oppose les deux chaînes de télévision TF1 et Canal+ (et sa maison mère Vivendi), Bolloré revend sa participation à la seconde qui écarte ainsi le danger d'une prise de contrôle de cette société de production cinématographique par TF1. En contrepartie, le groupe Bolloré réalise rapidement encore une plus value de 121 millions d'euros. Enfin et contre toute attente, la galaxie Lazard a constitué la troisième cible de ce nouveau *raider* français. Avec un investissement initial de 309 millions d'euros, le groupe Bolloré réalise au bout de dix-huit mois une plus value conséquente de 285 millions d'euros soit 92%.

Ces performances sont tellement exceptionnelles que la presse financière n'hésite pas à conseiller à ses lecteurs de se positionner sur les entreprises susceptibles d'être des cibles potentielles pour Bolloré⁴³⁰. Il est vrai que la stratégie « d'investissement » du groupe Bolloré est un peu originale

En agissant comme un gérant financier de fonds spéculatifs, Bolloré bouscule, à défaut peut être d'ébranler un consensus longtemps établi entre les capitaines d'industries français. Celui-ci est assimilable à un contrat implicite qu'on peut qualifier de pacte de non-agression mutuelle. Conforté par les participations croisées, les structures financières de type conglomerates et les liens étroits entre la classe dirigeante et la population des administrateurs, ce type d'accords a permis aux managers de beaucoup de sociétés françaises, notamment familiales, de garder le contrôle de leur firme avec souvent une faible fraction de capital. Cela se traduit par une sous-capitalisation chronique et son corollaire une faible valorisation des actifs. Bolloré exploite alors cette faille profitant de la décote engendrée par le dilemme entre la conservation du contrôle et le renforcement des fonds propres. Ses cibles sont d'ailleurs souvent des entreprises à actionnariat familial ou dispersé disposant d'un potentiel d'appréciation élevé⁴³¹. La vente par appartements, le recentrage sur le cœur de métier, sont autant d'opportunités de valorisation des actifs ainsi acquis. Dans le cas de Bolloré, on peut ajouter la prime de contrôle. Celui-ci acquiert souvent une fraction de 1% à 5% (pour les sociétés de grande taille) du capital, ce qui lui confère dans le cas de sociétés à capital dispersé, une importance particulière. Il peut alors exercer des pressions sur le management. C'est ainsi que les marchés financiers n'excluent pas son arrivée au capital de Vivendi Universal. Sa surface financière lui permettant d'acquérir plus de 3% du capital⁴³² et devenir ainsi le deuxième actionnaire derrière la famille Brofman. On estime d'ailleurs qu'une alliance avec ce dernier pour démettre le P.D.G ou imposer une scission du groupe n'est pas à écarter. Il est vrai que sa prise de participation dans Rue Impériale de Lyon⁴³³ a conduit à

⁴³⁰ Prunier R., (2000) « Dix cibles potentielles pour Bolloré », *Journal des Finances*, 9 décembre p.12

⁴³¹ Dans de nombreux cas, la valorisation par la somme des actifs fait ressortir un écart positif parfois élevé avec la capitalisation du groupe en bourse. Pour les structures conglomerates la décote peut atteindre parfois plus de 35%.

une profonde réorganisation du groupe Lazard⁴³⁴ .

Au-delà de ces faits précis, il est important de noter qu'en dépit de l'absence de stratégie industrielle derrière ces initiatives, Bolloré, n'est pas soumis à des critiques et à des polémiques de la part des managers français⁴³⁵ officiellement du moins. Il est vrai que dans ce contexte d'évolution rapide des mœurs et des pratiques dans le monde des affaires, une telle attitude peut paraître conservatrice voire même défensive de la part de dirigeants donnant l'impression de renforcer leur enracinement. Même si on ne peut parler à ce stade de renversement total de culture cette apparition de *raiders* à l'américaine ne fait que consacrer la généralisation des offres hostiles et des batailles boursières⁴³⁶ . Ces confrontations tranchent avec l'inertie d'antan qui profitaient souvent aux blocs de contrôle. L'impératif de création de valeur mis en avant par beaucoup d'investisseurs institutionnels est susceptible de renforcer cette tendance à la multiplication d'offres hostiles à l'instar des batailles BNP/Paribas-Société Générale, TotalFina/Elf, Casino/Promodes, Air Liquide/Suez ou de la confrontation à différents niveaux entre les groupes PPR et LVMH. Ces exemples montrent que ces opérations ne se terminent pas toujours par la victoire des assaillants. Cependant, en essayant de recueillir l'adhésion du marché à leurs initiatives, ces derniers mettent en lumière les faiblesses du management des sociétés cibles ainsi que les incohérences du bloc du contrôle du point de vue de la maximisation de la valeur de la firme⁴³⁷ . Comme l'un des meilleurs moyens de contrer les offres hostiles est de la rendre coûteuse grâce à une valorisation élevée, les managers des sociétés cibles auront paradoxalement intérêt à accepter certaines restructurations que réclament les marchés, limitant ainsi leurs prélèvements. Cette tendance constitue alors un début de rupture avec le modèle managérial français de domination des dirigeants.

Si elle traduit une évolution dans les modes de gouvernance des firmes françaises, cette ré-appropriation progressive du pouvoir par les actionnaires, marque également le début de la fin du capitalisme sans capitaux qui a caractérisé pendant longtemps de

⁴³² La capitalisation de Vivendi Universal n'étant plus que de 36 à 37 milliards d'euros contre près du double moins d'une année auparavant. Suite à la révélation de ses difficultés de trésorerie et à l'abaissement de la note de sa dette par les agences de notation à un niveau près de celui de *junk bonds*, la capitalisation a encore fondu puisqu'elle oscille aujourd'hui (juillet 2002) entre 17 et 18 milliards d'euros.

⁴³³ Il est entré à hauteur de 31% dans cette société du groupe Lazard.

⁴³⁴ Avec notamment une fusion entre ces deux holdings cotées Azéo et EuraFrance.

⁴³⁵ Même si des managers désapprouvent sans doute cette stratégie, ils ne peuvent prendre le risque de le dire sous peine de soulever des doutes concernant la situation de leurs propres entreprises, susciter la désapprobation de leurs actionnaires ou devenir des cibles potentielles.

⁴³⁶ L'entrée surprise (et , sans aucune logique industrielle) de LVMH dans le capital de Bouygues pour contrer l'influence du Groupe P.P.R en réaction à la prise de participation de ce dernier dans le capital de l'italien Gucci fournit une parfaite illustration de cette nouvelle ère.

⁴³⁷ Notamment la défense des intérêts des actionnaires minoritaires.

larges pans de l'économie hexagonale. De nombreuses entreprises se sont lancées dans des opérations de croissance externe. Si certains regroupements ont incontestablement un caractère défensif⁴³⁸, d'autres visent simplement à permettre aux firmes de préserver ou d'augmenter leur chiffre d'affaires dans un marché de plus en plus mondialisé et fortement concurrentiel.

2) Croissance externe et internationalisation : vers la fin du capitalisme sans capitaux

Dans la majorité des cas, les opérations de croissance externe entreprises par les sociétés françaises passent par une internationalisation, ce qui implique parfois des transformations profondes dans les modes de gestion, notamment pour les sociétés familiales.

a) Le capitalisme familial et le défi de la mondialisation : grandir ou disparaître, la fusion Carrefour-Promodes, Schneider-legrand

Face à la mondialisation de l'économie et aux nouveaux défis qu'elle engendre, plusieurs sociétés françaises, ont entrepris des opérations de concentration. Pour renforcer les fonds propres et les parts de marché de leurs entreprises, certains actionnaires familiaux ont même renoncé à leur doctrine du verrouillage total du capital. Il est vrai que dans ce cas les regroupements sont d'abord franco-français, ce qui rend la probabilité d'un changement rapide et brutal de contrôle très faible. L'exemple de la mutation du Groupe de distribution Carrefour est significatif à cet égard.

Pendant plus de trois décennies, le groupe Carrefour a bâti sa croissance sur une politique dynamique mais progressive basée sur l'ouverture d'hypermarchés dans différents pays, émergents notamment, et des acquisitions de taille moyenne. Cependant, à la fin des années quatre-vingt-dix le numéro un mondial du secteur l'américain Wal-Mart manifeste sa volonté de s'implanter en Europe, et procède à quelques acquisitions en Allemagne et en Grande Bretagne. Les spéculations sur un *raid* sur le capital de Carrefour s'amplifient sur les marchés financiers. Cette éventualité apparaissait d'autant plus crédible que cette solution aurait permis à Wal-Mart d'étendre son influence à d'autres régions du monde où il était distancé par ses concurrents. En dehors de Wal-Mart, l'allemand Metro et surtout le néerlandais Ahold respectivement deuxième et troisième distributeurs mondiaux⁴³⁹ représentaient également des *raiders* potentiels. Bousculant, sa politique de croissance ciblée avec des implantations sélectives, Carrefour profite des dissensions au sein de la famille propriétaire du distributeur Cora pour s'emparer de près de 42 % du capital du groupe dès 1996. De part son caractère hostile, cette opération constitue une entorse majeure dans la politique de Carrefour plutôt habitué à des

⁴³⁸ L'augmentation de la taille, et plus précisément de la capitalisation permet parfois à certaines firmes de passer de statut de cible à celui de prédateur, ou du moins de rendre toute opération hostile sur leur capital, difficile et onéreuse.

⁴³⁹ Avant la fusion Carrefour-Promodes de l'été 1999. Depuis cette date, Carrefour est passé à la seconde place des distributeurs mondiaux.

coopérations (par la franchise) ou des acquisitions amicales. Deux années plus tard, en octobre 1998 Carrefour opère un autre tournant. Alors que sa stratégie est jusque là essentiellement axée sur les Hypermarchés, Carrefour lance une O.P.E sur Comptoirs Modernes et porte sa participation de 22,8% à 100 % dans le capital de ce spécialiste de supermarchés. Carrefour débourse pour l'occasion près et 2,85 milliards d'euros ⁴⁴⁰. Intervenant en plein crise des pays émergents (crise asiatique de 1997, crise russe de 1998), cette opération peut *a priori* s'apparenter à un redéploiement de la stratégie avec une réduction des investissements consentis dans ces pays. En réalité, c'est surtout une opération défensive visant en premier lieu à augmenter de taille, en vue de rendre une offre hostile sur son capital encore plus onéreuse ⁴⁴¹. En effet, avec les liens forts entre les deux groupes ⁴⁴² et sa participation de 22 % au capital (31,9% de droits de vote), Carrefour n'avait pas de risque élevé de voir Comptoirs Modernes passer sous contrôle d'un concurrent.

En dépit de cette opération la taille de Carrefour, et notamment sa capitalisation paraît insuffisante par rapport à ses grands concurrents étrangers ⁴⁴³. Ce constat est encore plus valable pour le cinquième distributeur français Promodès, lui aussi lancé dans la course à l'internationalisation, après l'échec de son offre sur Casino. A la fin août 1999, les deux sociétés annoncent leur rapprochement amical à travers une OPE de Carrefour sur Promodès ⁴⁴⁴. Au-delà de son aspect stratégique indéniable ⁴⁴⁵, cette opération représente aussi une nette évolution dans la gouvernance des sociétés familiales françaises. Pour la première fois, des familles actionnaires, de surcroît fondatrices de leurs sociétés, acceptent de voir leurs participations fortement diluées pour accélérer le développement et l'adaptation de leurs groupes aux impératifs de la mondialisation. Alors que Carrefour est l'acquéreur, ses actionnaires historiques (familles Defforey, March et Badin,...) ne sont que deuxième actionnaire derrière les ex propriétaires de Promodès, la Famille Halley. En outre, toutes réunies, ces familles ne détiennent qu'à peine plus d'un tiers (33,5 %) du capital du nouveau groupe (35,8 % des droits de vote). Avec 66,5% du capital détenu par le public, l'autre enseignement qu'on peut tirer de cette mutation et le début de conversion de plus en plus de familles propriétaires à l'économie de marché avec l'idée sous jacente de la fin du capitalisme sans capitaux. Ainsi, le capital de

⁴⁴⁰ Avec notamment des primes sur les actions et sur les obligations remboursables en actions (les ORA) respectivement de 16,5% et de 21,8 % sur la moyenne des cours des 60 deniers jours.

⁴⁴¹ Après cette opération, Carrefour avec 15,5 % de part de marché, se hisse en effet à la première place des distributeurs en France (devant Leclerc et Intermarché) et au quatrième rang mondial.

⁴⁴² En plus des liens familiaux entre certains membres des actionnaires historiques, les deux groupes exploitent en commun 16 hypermarchés depuis 1972.

⁴⁴³ La capitalisation boursière de l'américain Wal-Mart est trois fois plus élevée.

⁴⁴⁴ Avec un prime allant de 20 à 25 % aux actionnaires de Promodès.

⁴⁴⁵ Le nouveau groupe passant directement au deuxième rang de la distribution mondiale, derrière Wal-Mart.

Carrefour n'est plus verrouillé déjà depuis la fusion de la société avec la holding de Noyange qui portait les participations des familles propriétaires.

Dans une compétition mondiale exacerbée, la course à la taille critique devient un impératif pour survivre au milieu de différentes firmes multinationales. Cela suppose alors une réponse aux exigences des investisseurs pour obtenir les capitaux nécessaires à ce développement. Si la mutation de Carrefour s'inscrit dans cette perspective d'autres sociétés françaises ont également engagé des restructurations de grandes ampleurs à l'image de la mégafusion entre Elf aquitaine et Total-Fina

b) taille critique et recherche permanente d'une réduction des coûts la mégafusion Total fina /Elf, Sanofi-synthélabo

En mai 1999, dans le sillage des fusions B.P-Amoco d'une part et Exxon et Mobil d'autre part, le français Total annonce le rachat du pétrolier belge Pétrofina à travers une OPE d'un montant de 11,6 milliards d'euros. Si cette opération revêt un caractère stratégique dans la mesure où elle permet à Total d'augmenter ses réserves de 20% et sa production de 30%⁴⁴⁶, elle ne s'accompagne pas moins d'une modification radicale de la géographie du capital du groupe français qui voit l'homme d'affaire belge, Albert Frère devenir son premier actionnaire et son vice-Président. A peine, cette opération achevée, le nouveau groupe annonce une offre hostile gigantesque sur son concurrent français Elf. En offrant dans un premier temps une prime de 15 % sur le dernier cours coté d'Elf, cette OPE, valorise, ce dernier à 48,02 milliards d'euros. Totalfina justifie la nécessité de ce rapprochement par des complémentarités⁴⁴⁷ et des synergies de grande ampleur⁴⁴⁸. Le management d'Elf, en particulier son Président Directeur Général refuse l'offre qu'il qualifie d'hostile. Cependant, la perspective de la constitution d'un groupe français quatrième ou cinquième pétrolier mondial incite l'Etat, encore actionnaire d'Elf, à ne pas exercer son droit de veto, que lui confère sa *golden share*⁴⁴⁹, contre ce projet⁴⁵⁰. Dès

⁴⁴⁶ En passant par la même occasion à la cinquième place dans le classement des compagnies pétrolières mondiales en terme de chiffre d'affaires .

⁴⁴⁷ les deux groupes opèrent sur des aires géographiques différentes.

⁴⁴⁸ Le PDG de Totalfina évalue les économies à 1,2 milliards d'euros par an jusqu'en 2002. Notons à ce titre que ces réductions de coûts et autres économies d'échelle ont été récemment réévaluées à la hausse.

⁴⁴⁹ Introduite lors de la privatisation d'Elf en 1993, cette *golden share* permet à l'Etat de s'opposer à toute participation supérieure à 10 % dans le capital du pétrolier français. On constate que cette pratique ne concerne désormais que quelques firmes de secteurs stratégiques tels ceux de l'énergie ou de la défense.

⁴⁵⁰ Selon certains observateurs, c'est grâce à cette *Golden Share*, que TotalFina n'a pas eu à affronter une offre concurrente. Sans cette menace de veto de l'Etat français, Elf pouvait intéresser des concurrents comme British Petroleum (B.P) ou Royal Dutch Shell qui avait largement les moyens de surenchérir sur l'offre de Total. Récemment cette disposition a été d'ailleurs considérée, par la cour européenne de justice comme, une entrave à la libre circulation des capitaux en Europe, ce qui augure de la disparition inéluctable de la protection publique dont jouissent encore certains groupes français (hormis, le secteur de la défense, sur lequel chaque Etat garde un droit de regard).

lors, Elf riposte en lançant une contre offre (O.P.E) sur son assaillant, mettant en avant un projet industriel plus cohérent avec notamment deux fois plus de synergie que le projet de Totalfina. A partir de là, une bataille boursière s'engage entre les managers des deux sociétés. Comme lors de la confrontation B.N.P, Paribas, Société Générale, le dénouement final est laissé dans un premier temps au marché. D'ailleurs pour convaincre les actionnaires et investisseurs, Elf dépense plus de 213 millions d'euros dans des opérations de communications et de conseils.

Au total et constatant que les cours d'Elf demeurent ajustés sur les termes de l'offre de Totalfina, les dirigeants d'Elf finissent par l'accepter en contrepartie du relèvement des termes de celle-ci de 10%. L'accord comprend également un volet financier puisque Ph. Jaffré, Président Directeur Général d'Elf reçoit des compensations de départ de plusieurs millions d'euros. Cette course au gigantisme rendue impérative par la mondialisation⁴⁵¹ et approuvée *a priori* par les actionnaires⁴⁵² s'accompagne dans ce cas précis de la fin de certains tabous du capitalisme français. D'une part, le mythe des rapprochements toujours arrangés et strictement consensuels est battu en brèche puisqu'en peu de temps de grands groupes se sont lancés dans des affrontements qui ont conduit à un certain effritement de la cohésion et du consensus⁴⁵³ de la classe dirigeante française⁴⁵⁴. D'autre part, la *governance* du marché s'impose peu à peu dans le capitalisme français. Dans de nombreuses opérations de fusions acquisitions, tant les termes que l'issue des offres sont *in fine* déterminés par les actionnaires et les investisseurs⁴⁵⁵ sur les marchés financiers⁴⁵⁶.

Par ailleurs, ces transformations signent la disparition, progressive mais inéluctable, d'une des faiblesses structurelles de l'économie française qui est cette volonté de faire du capitalisme sans capitaux. La globalisation des économies et l'importance prise par les marchés financiers rendent cette pratique inadéquate voire intenable. La naissance d'Aventis et le rachat des AGF illustrent bien cet état de fait.

⁴⁵¹ Même si elle ne se traduit pas systématiquement par une création de valeur. Plusieurs grands groupes français ou étrangers ont vu leur capitalisation fondre de 30 à 70 % après des opérations de fusion acquisition et cela même en dehors du secteur des nouvelles technologies.

⁴⁵² *A posteriori*, ce n'est pas toujours le cas. Ainsi, lors d'une des récentes assemblées générales du groupe Daimler Chrysler, le Président du Directoire a été qualifié par un actionnaire de *value killer man*.

⁴⁵³ Construit parfois sur la dissuasion réciproque qu'impliquent les participations croisées, les réseaux d'influence et le rôle discrétionnaire de l'Etat.

⁴⁵⁴ Prise au sens large, qui au-delà des P.D.G comprend les administrateurs, les cadres et les hauts fonctionnaires de l'administration.

⁴⁵⁵ A coté des actionnaires stables, on doit aussi mentionner le rôle des SICAV et des arbitragistes dont l'influence est loin d'être négligeable.

⁴⁵⁶ Ainsi, l'attribution des *stocks options* s'étend aux cadres dirigeants devenant une pratique institutionnalisée alors qu'elle était inconnue dans le paysage économique français et son apparition avait suscité certaines polémiques.

c) Les mariages transfrontaliers ou la fin du capitalisme sans capitaux : cas d'Aventis, des A.G.F et du C.C.F

C₁) LE RACHAT DES AGF ET DU CCF : UNE ÉTAPE DÉCISIVE DANS LA FIN DU PROTECTIONNISME PATRIMONIAL

Au premier semestre 1997, les A.G.F sont privatisées. Contrairement à certaines précédentes privatisations ou ouvertures de capital, celle-ci n'est pas accompagnée d'une protection ou verrouillage du capital particulier. Pour éviter de faire l'objet d'un rachat, la société d'assurance française saisit l'occasion de l'OPA hostile lancée en septembre 1997 par le groupe Pinault Printemps Redoute sur Worms & Cie, dont elle est actionnaire à hauteur de 7,22 %, pour lancer une contre OPA ⁴⁵⁷. Le but est surtout d'absorber la société Athéna Assurances, alors dixième assureur français. La démarche des AGF est confortée par la famille actionnaire (22,8% du capital) et par Someal, du groupe Agnelli, (19,87% du capital). A la mi-octobre 1997, alors que cette contre OPA n'est pas encore close, le groupe d'assurance italien Generali déclenche à son tour une OPA hostile sur les AFG. A raison de 45,73 euros l'action, celle-ci fait ressortir une prime d'environ 20 à 25 % sur les derniers cotés et de plus de 100% sur celui de l'introduction en bourse moins de neuf mois auparavant. Par rapport aux opérations précédentes dans ce secteur, cette offre apparaît très généreuse. Elle représente 26,5 fois les bénéfices nets des AGF et 0,59 fois les primes encaissées en 1996 comparée aux 0.27 fois les primes offertes par Axa aux actionnaires de l'UAP juste une année auparavant. Cependant, l'enjeu est considérable puisque les AGF sont le deuxième assureur français avant même le rachat d'Athéna. Cet enjeu sera confirmé par l'entrée en lice de l'assureur allemand Allianz en tant que chevalier blanc. Celui-ci améliore l'offre de l'italien de 6,66% assortie, à titre subsidiaire, d'un Bon de Cession de Valeur Garantie (B.C.V.G) ⁴⁵⁸.

Ainsi, même si les AGF demeurent cotées à Paris, leur prise de contrôle illustre de manière flagrante les limites du capitalisme sans capitaux. Devant l'impossibilité pour le groupe Axa de jouer le rôle de chevalier blanc pour des raisons de concurrence évidente, aucune autre solution alternative n'a permis de sauvegarder l'indépendance du second assureur français. Mieux que cela, contrairement à leur habitude, les pouvoirs publics se garderont de tout interventionnisme au non d'un quelconque intérêt national sous peine de bloquer l'expansion des groupes français en Europe et dans le monde. Et en tout état de cause, les actionnaires qui ont souscrit à la privatisation n'accepteront sans doute pas de supporter un coût d'opportunité -valorisation de plus de 100 % de leur investissement- pour des considérations politiques.

Les mêmes raisons produisant les mêmes effets, c'est autour du Crédit Commercial

⁴⁵⁷ Notons au passage que ces opérations ne sont devenues possibles qu'à la suite des efforts des actionnaires minoritaires de Worms & Cie qui dès la mi-1995 se sont plaints de l'illiquidité de leur participation. Leur société a alors changé de régime juridique en abandonnant, son statut de société en commandite par actions, supprimé les droits de vote doubles ainsi que les sociétés écrans qui verrouillaient son capital, devenant ainsi opérable

⁴⁵⁸ L'objectif d'Allianz étant de se contenter du contrôle de 51% du capital des AGF.

de France (CCF), une des banques les plus rentables de l'hexagone de passer sous contrôle du britannique HSBC. A coté des rachats, les mariages transfrontaliers sont aussi, dans le cas de la France, des illustrations des limites des anciens modèles de capitalisme sans capitaux.

C₂) LA NAISSANCE D'AVENTIS : D'UN MARIAGE D'ÉGAUX À UN MARIAGE DE PRESQUE D'ÉGAUX

En décembre 1998 est annoncée la fusion de Rhône-Poulenc et de l'allemand Hoechst qui donne naissance à un des *leaders* européens de la pharmacie dénommé Aventis. Cette opération est évaluée à 21,34 milliards d'euros. Mais cette date n'est qu'une première étape avant une fusion complète qui n'interviendra que dans deux ou trois ans après un désinvestissement de leurs activités respectives non liées aux sciences de la vie et l'harmonisation des structures de *governance*. Initialement prévue comme un mariage d'égaux, la fusion a été légèrement modifiée sous la pression des actionnaires institutionnels koweïtiens de Hoechst (Kuwaït Petroleum Company : KPC) avec une nouvelle parité 52 / 48 au lieu des 50/50 du schéma initial. Si la nouvelle société reste de droit français pour de simples considérations fiscales⁴⁵⁹, ce changement de parité illustre une fois de plus le pouvoir incontournable des actionnaires. Désormais ceux-ci ne sont plus prêts à avaliser tous les arrangements qui leurs sont proposés même s'ils sont élaborés conjointement par les managers des sociétés concernées par la fusion. L'association entre le capital et le pouvoir décisionnel devient plus visible et plus concrète qu'elle ne l'était avant le milieu des années quatre-vingt-dix, du moins dans les décisions stratégiques.

Par ailleurs, cette première fusion industrielle franco-allemande montre également l'impérieuse nécessité de mobiliser des fonds considérables pour exister sur la scène internationale. Le cas de la pharmacie est un bon exemple à cet égard. D'un coté, le vieillissement de la population dans la quasi-totalité des pays développés ouvre de larges perspectives aux firmes pharmaceutiques. D'un autre coté, les efforts et les moyens nécessaires à la mise au point de nouveaux médicaments, notamment les dépenses en recherche et développement, sont tels que seules les grandes entreprises sont en mesure de supporter de tels coûts. Dans ces conditions, les sociétés de type conglomerates, contrôlées ou de petite taille sont peu susceptibles de relever ces défis. A l'aune de cette situation, les mariages transfrontaliers apparaissent comme une réponse à ce contexte qui illustrent aussi, d'une certaine manière, les limites du capitalisme sans capitaux à la française. A l'instar de certaines familles propriétaires, l'Etat commence à intégrer cette nouvelle réalité. Les modalités de la mise sur le marché du crédit lyonnais donnent un certain éclairage à cet égard

d) Vers la fin des noyaux durs, l'exemple du crédit lyonnais et les nombreuses cessions de participations non stratégiques (exemple d'EDF dans Pechiney)

⁴⁵⁹ Éviter aux actionnaires koweïtiens d'Aventis, par ailleurs actionnaires depuis dix ans de Hoechst, une imposition à 45% des plus values en Allemagne.

En juillet 1999, le crédit lyonnais est mis sur le marché après de profondes opérations de restructuration et de recapitalisation qui ont coûté plus de 15.24 milliards d'euros au contribuable. Intervenu en pleine période de restructuration bancaire en Europe, cette privatisation suscite beaucoup de convoitises surtout eu égard à la capitalisation relativement modeste du crédit lyonnais ⁴⁶⁰. Conscients de cela, les pouvoirs publics constituent un tour de table regroupant des établissements financiers européens et français. Dénommé, G.A.P, groupement d'actionnaires partenaires, cet ensemble obtient 33 % du capital du lyonnais ⁴⁶¹. On remarque un glissement sémantique puisqu'on ne parle plus désormais de noyau dur mais d'actionnaires partenaires. Ce glissement reflète une évolution de la mission même attribuée à cet ensemble. Contrairement aux années précédentes, où la constitution des noyaux durs supposait une longue immobilisation de capitaux en guise de dispositif anti-OPA, le GAP a une durée de vie limitée. Il s'agit dans ce cas précis de faciliter le passage du lyonnais au privé après ses nombreux déboires des années précédentes. Même, si des contraintes sont posées aux membres du G.A.P, comme l'obligation de garder leur participation jusqu'en juillet 2001 avec l'impossibilité de la majorer au-delà de ce niveau pendant ces deux années, ces actionnaires sont libres après ce délai d'agir selon leurs propres intérêts. C'est ainsi le cas du CCF qui a cédé sa participation aux autres membres du GAP ⁴⁶², celle-ci n'ayant plus le même intérêt après son rachat par HSBC.

La deuxième particularité de ce GAP est qu'il ne regroupe que des institutions financières contrairement à la composition souvent hétéroclite des noyaux durs. Certes, cela peut s'expliquer par la tendance générale au recentrage sur le cœur de métier qui interdit aux sociétés d'employer leurs ressources à des usages alternatifs à leur cœur de métier. Cependant, l'Etat pouvait s'extraire de cette contrainte en faisant appel à certaines entreprises publiques telle que EDF ou GDF. Or, même la Caisse des Dépôts et Consignations, habituellement associée à tous ces montages, n'est pas présente dans ce G.A.P. Enfin, le fait que l'Etat associe des acteurs concurrents ⁴⁶³ dans cette structure, montre bien que celle-ci n'est qu'une simple étape transitoire. Ainsi, contrairement à la mission traditionnellement assignée aux actionnaires des noyaux durs, qui est éminemment défensive, l'objectif des membres du G.A.P est d'abord de maximiser les chances d'être parmi les acteurs principaux de la restructuration à laquelle ne peut pas échapper le Crédit Lyonnais. Ceci est particulièrement vrai pour le Crédit Agricole ⁴⁶⁴ mais

⁴⁶⁰ Sur la base du cours d'introduction de 25,5 euros payé par les particuliers, la banque est valorisée entre 9 et 10 milliards d'euros, soit bien moins que son coût de restructuration. Néanmoins et à la faveur de spéculations récurrentes sur le devenir de la banque, la valorisation atteint aujourd'hui plus de 16 milliards d'euros, soit 84,3 % de progression depuis sa privatisation.

⁴⁶¹ Avec, dans un ordre décroissant de la part de capital détenue, 10% pour le Crédit Agricole, 6,2% pour Allianz (via les AGF), 5,5% pour Axa, 4% pour Commerzbank, 3,5% pour BBVA, 2,5% pour Banca Intesa, et 1% pour le CCF.

⁴⁶² En vertu des droits de préemption qui lient tous les membres du GAP.

⁴⁶³ Tels qu'Allianz (via les AGF) et Axa.

⁴⁶⁴ Qui a implicitement les faveurs de l'Etat, mais pas forcément ceux du management qui veut sauvegarder son indépendance.

aussi pour Allianz qui dispose dorénavant d'une participation de près de 10 % dans le capital du Lyonnais grâce à la récupération des 4% que Dresdner Banque, devenue sa filiale, a acquis sur le marché ⁴⁶⁵. Même s'ils ne sont pas très bien positionnés, les autres membres du G.A.P peuvent espérer tirer une substantielle plus-value d'une éventuelle offre sur le crédit lyonnais. Le cas d'Axa est un peu singulier. Sa stratégie n'étant pas franchement axée sur la bancassurance, il s'agit pour lui de contrer son grand rival allemand. Dans l'hypothèse où ce dernier réussisse à racheter le Crédit Lyonnais, il pourrait utiliser ces agences pour distribuer ces propres produits d'assurance et prendre des parts de marché à Axa. Enfin, Ce dernier, peut aussi aider à un troisième scénario (moins probable), qui est celui d'une offre de BNP-Paribas ⁴⁶⁶, son partenaire privilégié dans le secteur, sur le crédit lyonnais.

Au total, on peut qualifier ce GAP d'une structure originale de pré-offre diamétralement opposée aux noyaux durs à vocation clairement offensive. Celle-ci est le symbole d'une évolution importante de la gouvernance au sein des grands groupes français. Désormais, peu de managers acceptent aujourd'hui de prendre des participations passives dans d'autres groupes industriels en vue d'offrir aux dirigeants de ce dernier une protection contre une offre hostile ⁴⁶⁷, voire d'éviter au groupe lui-même de passer sous contrôle étranger. Dans le prolongement des décroissements entamés ces dernières années, les grandes firmes françaises orientent leurs investissements prioritairement vers leurs cœurs de métiers voire au rachat de leur propre capital lorsque les opportunités d'investissement paraissent moins rentables, ou tout simplement pour soutenir à court terme la rentabilité de leurs fonds propres ⁴⁶⁸. Si cette nouvelle orientation obéit avant tout aux exigences de retour sur investissement des actionnaires, elle ne contribue pas moins à la fin d'une pratique longtemps caractéristique du capitalisme français, à savoir l'asymétrie quasi absolue entre la détention du capital et l'exercice du pouvoir et du contrôle au sein des grandes entreprises.

Parallèlement à la fin des noyaux durs, cette tendance à la disparition de la culture du capitalisme sans capitaux à la française s'est renforcée d'avantage par l'internationalisation des grands groupes français. La conquête de parts de marché à l'étranger a en effet engendré de nouveaux risques pour une partie de la classe dirigeante hexagonale.

e) l'expansion internationale : de nouveaux risques pour les dirigeants

Depuis quelques années, plusieurs grands groupes français, dont certains anciens

⁴⁶⁵ Allianz se place ainsi au même rang que le Crédit Agricole.

⁴⁶⁶ Sachant que même si elle ne fait pas partie du G.A.P, B.N.P- Paribas a acquis une participation dans le capital du Crédit lyonnais via des achats sur le marché.

⁴⁶⁷ Ainsi, EDF s'est récemment désengagée de Pechiney en vue de financer son expansion eu Europe.

⁴⁶⁸ Car si la réduction du capital augmente mécaniquement et immédiatement le bénéfice net par action, à long terme, seule une croissance du chiffre d'affaires peut permettre à une firme de dégager des profits récurrents.

monopoles ou duopoles, entreprennent des investissements massifs à l'étranger. Pour multiplier les sources de croissance et de profit, beaucoup de grandes entreprises ont réalisé de gigantesques opérations de croissance externes. Celles-ci se traduisent alors par une mobilisation d'importants capitaux. A coup d'endettement et d'augmentation de capital, les grandes entreprises enregistrent une large transformation de leur géographie de capital, avec notamment une forte présence des investisseurs institutionnels. Cette évolution n'est toutefois pas sans risque pour les dirigeants de ces grandes entreprises françaises. Le cas de Vivendi Universal est significatif à cet égard.

En 1995, le groupe Vivendi s'appelait encore la Générale des Eaux et tirait la quasi-totalité de ses revenus des services à la collectivité (eau, propreté, énergie) et de son pôle travaux publics. Progressivement, son nouveau P.D.G, J.M. Messier affiche la volonté de s'orienter vers le secteur des médias. La filiale Cégétel devient le premier concurrent de France-Télécom tant dans le téléphone fixe que dans le mobile. Celle-ci se déploie même à l'étranger (Espagne, Maroc, Pologne). Parallèlement, Vivendi se renforce dans le cinéma à travers des investissements dans l'audiovisuel européen en Espagne, Italie et Grande Bretagne et crée un portail internet, Vizzavi avec l'anglais Vodafone. La véritable métamorphose se produit cependant en décembre 2000 après l'officialisation du mariage à trois entre Seagram, Vivendi et Canal+ annoncé six mois plus tôt et accepté par la commission européenne le 13 octobre de la même année. Cette fusion donne naissance à Vivendi Universal, n° 2 mondial de la communication (avec 25 milliards de \$ de Chiffre d'affaires dans ce secteur), derrière Aol-Time-Warner (35 milliards de \$) mais, devant Disney, CBS-Viacom, Bertelsmann et news corp⁴⁶⁹. Si à l'issue de l'opération, les actionnaires de l'ex vivendi détiennent 51 % du nouvel ensemble devant ceux de Seagram, qui en détiennent 29 % et 12 % pour les actionnaires de Canal+ (hors Vivendi), la famille Bronfman avec 8 % (5,05% en juin 2002) du capital est le premier actionnaire du groupe.

Par ailleurs, cette opération intervient au milieu de la bulle spéculative qui entoure tout le secteur estampillé nouvelle économie. De ce fait, les 72 % (près de 64% en 2002) du capital de Vivendi Environnement qui apporte environ la moitié du chiffre d'affaires et de l'excédent brut d'exploitation ne représentait à cette période que 10% de la capitalisation boursière de Vivendi Universal⁴⁷⁰. Mais, avec l'éclatement de la bulle spéculative les valeurs T.M.T (technologies, médias et télécommunications) assistent à l'effondrement de leur capitalisation. En deux ans le cours de Vivendi Universal passe de plus de 145 euros à un plus bas historique de moins de 30 euros, soit une baisse de 80 %. Outre la tendance du marché, cette sanction s'explique aussi par les nombreuses acquisitions surpayées. En 2002, Vivendi Universal affiche ainsi une perte historique de 13 milliards d'euros, soit la plus forte perte jamais réalisée par une société française. Le management tente de relativiser l'ampleur de ces survaleurs en imputant ces pertes à un artifice financier du fait de son passage aux normes comptables américaines (*US GAP*). Le marché n'est pas convaincu et la sanction de la valeur se poursuit. Ces événements

⁴⁶⁹ Au préalable Vivendi a cédé plusieurs activités, tels son pôle B.T.P, son agence de publicité Havas Advertising et a introduit en bourse sa filiale Vivendi Environnement qui regroupe toutes les activités historiques du groupes (Eau, propreté et énergie)

⁴⁷⁰ dont le cours de bourse avoisinait alors les 150 euros.

mettent le management dans une position inconfortable vis-à-vis de leurs actionnaires et de la communauté financière. Celui-ci réagira en adoptant un profil qui tranche définitivement avec la gouvernance à la française. Considérée comme un foyer de pertes, la filiale Canal+ doit, dans un premier temps revenir aux bénéfices dans moins de deux ans, avant finalement de voir, dans un deuxième temps, son Président fondateur renvoyé, en dépit du soutien de la quasi-totalité des salariés. Même les craintes exprimées par les pouvoirs publics sur les conséquences de cette nouvelle orientation de la chaîne cryptée sur l'avenir du cinéma n'ont que peu d'effets. Désormais, ce sont les résultats financiers qui doivent figurer en tête des objectifs, même si, pour l'occasion, cela peut engendrer un bouleversement de la stratégie et de l'identité de la chaîne.

Parallèlement, Ce même management change de position vis-à-vis de sa filiale la plus rentable, mais n'appartenant plus à son cœur de métier, Vivendi Environnement. Alors que jusque-là, J.M Messier et ses collaborateurs étaient prêts à accepter une déconsolidation progressive qui ramènerait leur participation à un peu plus de 50% tout en permettant à leur filiale d'assurer son désendettement, de financer sa croissance et donc d'être moins opéable, ils révisent leur position. En cherchant à céder une part substantielle du capital de Vivendi Environnement au plus offrant en vue de renforcer sa trésorerie, le management de Vivendi Universal place les intérêts de ces propres actionnaires et les pressions du marché bien avant toute autre considération. Dans ce cas précis, les craintes des pouvoirs publics de voir ce joyau français (qu'est Vivendi environnement, leader mondial du traitement de l'eau) passer sous contrôle étranger sont reléguées au second plan ⁴⁷¹.

Enfin, il faut relever l'asymétrie dans le traitement des actionnaires. Si les revendications des gros actionnaires et des institutionnels ⁴⁷², sont très vite prises en compte, ce n'est pas souvent le cas des préoccupations des minoritaires. Ainsi, en dépit de leur vive opposition au plan de stock-options ⁴⁷³ proposé par la direction, celle-ci est a essayé d'organiser une seconde assemblée générale en vue de le faire adopter, sous prétexte que le précédent vote a été faussé par le détournement des voix de certains actionnaires. En outre, celui-ci est présenté comme le meilleur moyen de motiver et de retenir les cadres supérieurs du groupe notamment en Amérique du Nord où le *turnover* est élevé. En contrepartie, le Président Directeur Général sur lequel se cristallisent toutes les critiques décide de pas augmenter sa rémunération et d'investir une partie de sa rémunération dans l'achat d'actions de son groupe.

⁴⁷¹ Finalement, le management de Vivendi Universal a annoncé son passage à 40% du capital de sa filiale par un montage qui comprend une cession et une augmentation de capital à laquelle la maison mère ne participe pas. Cette dernière a accepté cette augmentation de capital car Vivendi Environnement est aussi fortement endettée. Cette opération permet à Vivendi Universal de déconsolider la dette de sa filiale tout en permettant à cette dernière de renforcer sa structure financière, ce qui finalement ne peut que mieux valoriser le reliquat de participation restant (40 %) destiné à être cédé à moyen terme.

⁴⁷² telles la déconsolidation de vivendi environnement ou l'adoption de normes comptables américaines.

⁴⁷³ Dont le montant supérieurs à 500 millions d'euros servirait mieux selon à alléger la dette de « leur groupe » permettant ainsi au cours de l'action de se redresser.

Au-delà de ce geste symbolique, cet exemple de Vivendi Universal montre combien cette internationalisation des grands groupes français s'accompagne d'une réelle transformation, ou du moins, une profonde évolution de leurs modes de *governance*. Au fur et à mesure de la progression de son chiffre d'affaires outre Atlantique, Vivendi Universal adopte le modèle américain, comme le montre le cheminement décisionnel du management au gré des pressions du marché. Certes, peu d'entreprises cotées peuvent aujourd'hui s'affranchir totalement de ces pressions. Mais dans le cas de Vivendi Universal, le court-termisme est tel qu'il se traduit par un manque de visibilité patent de sa stratégie. Alors qu'il est engagé dans l'*UMTS* en France et en Espagne, et est majoritaire dans Maroc télécom, le groupe manifeste sa volonté de céder sa participation dans le premier opérateur mobile polonais Elektrim. La même incertitude entoure sa stratégie dans la télévision payante puisque après avoir envisagé l'achat du bouquet concurrent, le groupe a finalement décidé de céder Télépiu pour résoudre ses problèmes de trésorerie.

Dans le même ordre d'idées, d'autres équipes managériales sont en observation depuis qu'elles n'ont pas tenu leurs prévisions de croissance de chiffre d'affaires et de résultats. Dans le sillage de la mémorable sanction d'Alcatel en septembre 1998 (baisses de l'action de 38 % en un jour), Cap Gemini Ernst & Young perd 23 % le 26 juin 2001 à cause d'un avertissement sur ses résultats et en moins de trois jours sa capitalisation est réduite de près d'un tiers. Pour rétablir ses marges et reconquérir l'adhésion des investisseurs, la société de conseils et de services informatiques prend alors des mesures draconiennes de réduction des coûts. Celles-ci se traduisent par un énorme plan social avec 3500 suppressions d'emplois. Moins de six mois plus tard et à la suite des incertitudes induites par les événements du 11 septembre, la société annonce, à l'instar d'autres sociétés, une révision à la baisse de ces prévisions de croissance et de profits. Les mêmes causes produisant les mêmes effets, la société annonce le 12 décembre 2001, 1900 suppressions d'emplois supplémentaires, même si la communication est pour l'occasion améliorée⁴⁷⁴. Cette réaction témoigne également de cette conversion à la *governance* à l'anglo-saxonne où les résultats à court terme conditionnent pour partie la stratégie des entreprises. Cela est particulièrement patent dans le cas de Cap Gemini Ernst & Young. Dans la mesure où ce secteur est sujet à un fort *turnover*, la société risque à travers ces licenciements de perdre beaucoup de cadres compétents mais aussi d'altérer sa crédibilité et sa réputation ce qui peut se traduire par plus de difficultés d'embauche lors de la reprise. Cet argument n'a cependant pas pesé dans le choix du management qui préfère d'abord se concentrer sur les performances financières en vue de redresser le cours de bourse du groupe.

Au total, l'internationalisation des entreprises françaises s'accompagne d'une nouvelle situation pour leurs dirigeants. Ces derniers sont soumis à un double défi. Au préalable, ils doivent apprendre à connaître et maîtriser des contextes culturels et socio-économiques mouvants et parfois très différents du contexte français. En outre, la présence dans le capital de leurs groupes de nombreux investisseurs institutionnels les soumet aux pressions permanentes et aux changements d'humeur des marchés financiers. Ces derniers ont plébiscité le management de France-Télécom lorsqu'en 2000

⁴⁷⁴ Pour éviter l'effet surprise, la société fait passer l'information de manière informelle dans le *Wall Street Journal* du 27 novembre 2001 avec un chiffre légèrement supérieur au nombre réel de suppressions. (2000 vs 1900).

ce dernier a déboursé 50 milliards d'euros pour l'acquisition de la compagnie mobile britannique Orange⁴⁷⁵ (ainsi qu'une licence *UMTS*). Or, aujourd'hui France Télécom est en dessous de son cours d'introduction de 1997, les investisseurs ayant entre temps redécouvert que le montant de la dette de l'opérateur excédait largement ses fonds propres. Sans l'appui et la garantie implicite de l'Etat, actionnaire majoritaire, les dirigeants de France télécom auraient peut être été renvoyés⁴⁷⁶. Désormais, une partie de la classe dirigeante française se trouve invitée, voire obligée de composer avec la culture de *governance* anglo-saxonne avec ce que cela suppose comme risque. Cet aspect apparent de la mondialisation est le prix que la classe dirigeante doit payer à l'internationalisation. Ces conséquences sur l'évolution du mode de gouvernance en France ne font peut être que commencer.

Conclusion

L'analyse des modes de financement et des stratégies de placement et d'investissement des agents économiques révèle de profonds bouleversements depuis près de quinze ans. Les réformes financières ayant été initiées et conduites par l'Etat, la gestion de la dette publique est profondément affectée. Après l'abondant progressif du financement monétaire de la dette publique, c'est autour d'autres ressources liquides d'être remplacées par des financements de plus longue maturité. En 2000, 84,6 % de l'encours de la dette de l'Etat est sous forme de valeurs mobilières (obligations et Bons du trésor). Cette modernisation de la gestion de la dette publique a joué un rôle prépondérant dans le développement de la place parisienne et son ouverture aux investisseurs institutionnels étrangers. Ces derniers sont fortement présents tant sur le marché actions que dans le compartiment obligataire. Cependant, par rapport aux institutionnels français, les non-résidents se distinguent par une moindre aversion au risque. Parmi tous les agents étudiés, les investisseurs étrangers sont les seuls à avoir une structure de portefeuille dans laquelle les actions dépassent largement les autres produits financiers, notamment les obligations. Ils ont une stratégie offensive basée sur la maximisation du retour sur investissement tandis que les portefeuilles des institutionnels français reflètent, dans une certaine mesure, une stratégie dite de *flight to security*. Si l'attitude défensive des banques peut s'expliquer par la nature de leur principale activité, le crédit⁴⁷⁷, en revanche, l'attitude des OPCVM et des sociétés d'assurance est plus problématique. En l'absence de fonds de pension, ces organismes sont, en dehors des non-résidents, les principaux investisseurs sur les marchés de capitaux français. Limiter leurs concours aux entreprises revient à pousser ces dernières à satisfaire leurs besoins en fonds propres auprès d'investisseurs étrangers avec ce que cela implique en terme de perte d'influence et de transfert des centres de pouvoirs. L'issue de la bataille bancaire entre la B.N.P et Paribas et la Société Générale, déterminée *in fine* en fonction de la position de ces institutionnels,

⁴⁷⁵ Le cours de bourse a alors atteint un plus haut de 219 euros.

⁴⁷⁶ A l'instar du PDG de Vivendi Universal

⁴⁷⁷ Segment sur lequel elles prennent déjà des risques.

fournit une illustration de cette nouvelle réalité.

Au-delà de cette différence dans la stratégie d'investissement, on relève cependant une forte progression des placements mobiliers sur les marchés de capitaux, qui se traduit dans les modes de financement des sociétés non-financières. Les sociétés françaises, du moins les grandes entreprises cotées, semblent substituer les financements par titre au crédit traditionnel⁴⁷⁸. En 2000, le crédit dans toutes ses formes (court terme et long terme, crédit commercial, crédit interentreprises) ne représente que 30% environ de l'encours des financements externes contre près de 70 % pour les actions et autres participations. Cette évolution asymétrique du crédit et du financement par fonds propres, au demeurant confirmée par l'évolution des taux de l'intermédiation, s'est traduite par une amélioration spectaculaire des taux d'autofinancement des firmes françaises. Toutes ces données convergent vers une tendance claire, la montée des financements marchands avec une mobiliérisation croissante du financement de l'économie. Beaucoup d'entreprises ont vu leur structure de capital changer profondément. La place, occupée jadis par des partenaires passifs, dans le cadre des noyaux durs et des participations croisées, revient aujourd'hui à des investisseurs institutionnels. Plusieurs firmes ont des investisseurs institutionnels comme actionnaire de référence. Or, selon « la théorie » du gouvernement d'entreprise, notamment les modèles principal/agent, la structure du capital est un des moyens permettant d'agir sur la gouvernance. Dans le cas des sociétés françaises, la réalité est un peu plus complexe. D'une part, l'arrivée de ces agents au capital des entreprises françaises incite les managers de ces dernières à donner plus d'importance à la rentabilité des capitaux investis et à la création de valeur. Les exemples de recours aux plans sociaux en vue de rétablir les marges bénéficiaires sont de plus en plus nombreux. D'autre part cependant, le fonctionnement des conseils d'administration et le mode de désignation des administrateurs reflètent plutôt une certaine résistance au changement. Or, cette inertie des conseils d'administration sert de rempart aux dirigeants qui préservent ainsi une partie de leur latitude managériale. Mais pour encore combien de temps ?

Conclusion de la deuxième partie

L'économie française de ce début de millénaire diffère beaucoup de l'économie française des années soixante-dix voire même de celle des années quatre-vingt. Cette affirmation peut *a priori* sembler triviale eu égard à l'évolution du contexte notamment au niveau international. Cependant, en comparant les modes de financement ainsi que la logique de fonctionnement actuels des entreprises françaises et ceux qui prévalaient lors des trente glorieuses, on peut parler de bouleversements. Le crédit qui était la première ressource de financement de toutes les sociétés, ne représente plus que 30 à 40% des ressources externes des grandes entreprises cotées. A l'inverse, les ressources collectées sur les marchés de capitaux ne cessent de croître. Une des conséquences de cette évolution structurelle, est la nette amélioration du taux d'autofinancement des firmes françaises.

⁴⁷⁸ Cette substitution n'est évidemment pas totale.

Contrairement à leur insuffisance chronique de fonds propres des décennies précédentes, beaucoup de grandes entreprises disposent d'un niveau de trésorerie appréciable qui leur a permis de mener des opérations de croissance externe tant en France qu'à l'étranger.

L'autre conséquence de cet appel au marché pour se financer est l'arrivée d'investisseurs institutionnels au capital de presque toutes les grandes entreprises cotées. A la faveur de la disparition des noyaux durs et des cessions des participations croisées, ces investisseurs se retrouvent souvent dans le statut d'actionnaire de référence. Du fait d'une certaine aversion au risque des investisseurs institutionnels français, qui privilégient d'abord le marché obligataire, les investisseurs institutionnels non-résidents augmentent significativement leurs participations dans le capital des grands groupes français. Ces investisseurs anglo-saxons sont, pour la plupart d'entre eux, des fonds de pension. Leur mandat consiste à maximiser la rentabilité des fonds qui leur sont confiés par leurs souscripteurs. Par conséquent, ils pratiquent une gestion patrimoniale en exigeant des sociétés dont ils sont actionnaires de maximiser le retour sur investissement. Sans participer directement aux organes de contrôle interne tel que le conseil d'administration, ces agents disposent, à travers le cours de bourse d'un moyen de pression considérable (l'*exit* pour que les cours s'effondrent et/ou le *raid* hostile). L'existence de cette menace crédible suffit à maintenir une certaine pression sur les dirigeants. Inconnus, il y a seulement quinze ans, les plans sociaux qui se traduisent par des licenciements massifs, se produisent dans presque toutes les entreprises qui font face à des difficultés financières quelles soient structurelles ou même conjoncturelles (perte de parts de marché, baisse de la marge d'exploitation). Pour avoir l'adhésion du marché, les dirigeants n'hésitent plus également à mettre en avant leur performance en matière de gestion par la valeur (retour sur investissement, taux de rendement ou de distribution des bénéfices, bénéfice d'exploitation, marge opérationnelle) ou de mettre en œuvre des techniques susceptibles de déboucher sur la maximisation de cette valeur (programme de rachat d'actions, plans de *stock options*).

La généralisation de ces pratiques est synonyme de la disparition à terme du modèle de gouvernance français basé sur l'approche large du *stakeholder capitalism*. L'inertie relevée dans le fonctionnement du conseil d'administration, nous paraît plus être une résistance, tout autant qu'une tentative d'adaptation, d'une catégorie particulière de *stakeholders*, en l'occurrence la population des administrateurs-dirigeants. En dehors de la recherche d'un nouvel équilibre avec les actionnaires, ceux-ci acceptent tous les principes du capitalisme actionnarial qui ne remettent pas fondamentalement en cause leurs intérêts. C'est ainsi qu'ils cautionnent les plans sociaux dont les salariés sont les principales victimes.

Au total, l'évolution des modes de financement a produit de profonds réaménagements des structures financières des entreprises, qui ont contribué à leur tour à l'apparition d'une évolution parallèle des modes de gouvernance.

Conclusion générale

Depuis quelques années, le débat sur le gouvernement d'entreprise est devenu récurrent dans les milieux économiques. Sur le plan de la recherche, de nombreux travaux portent, directement ou indirectement, sur ce thème. L'objectif de notre travail, est de contribuer à mieux comprendre certaines mutations de l'économie française à partir de ce paradigme du *corporate governance*. Notre démarche a consisté, dans un premier temps, à explorer les principaux éléments théoriques relatifs à ce thème, avant de voir, dans un second temps, dans quelle mesure ils peuvent nous aider à comprendre les évolutions des modes de financement et des rapports de pouvoir au sein des entreprises françaises. En dépit de l'essence multidisciplinaire du gouvernement d'entreprise⁴⁷⁹, nous nous sommes limités aux aspects financiers qui sont au cœur de notre problématique. Notre démarche est volontairement progressive. Nous sommes partis de l'étude microéconomique des différents éléments constitutifs de la théorie du gouvernement d'entreprise, avant d'arriver aux approches globalisantes, qui nous ont alors permis de développer une analyse macroéconomique de l'économie française.

La première partie a consisté à analyser les fondements théoriques du gouvernement d'entreprise en liaison avec les modes de financement. Partant de la théorie néoclassique de la firme, la critique de la thèse de la neutralité de la structure financière de Modigliani-Miller (1958) a permis de mettre en exergue le rôle crucial des modes de financements en tant **qu'outils de gestion implicite des conflits** entre les différents

⁴⁷⁹ Celui-ci se trouve à « l'intersection » de nombreuses disciplines dont, la finance, la gestion, et le droit pour ne citer que les plus importantes.

membres de la firme. Ce premier résultat est basé sur les apports de la théorie financière moderne, depuis les travaux fondateurs de Jensen et Meckling (1976) sur la théorie de l'agence aux diverses contributions sur les déterminants du choix des structures financières et leurs implications⁴⁸⁰. Une structure de capital est assimilable à un contrat. En tant que tel, elle peut être modifiée en vue de l'adapter à l'évolution de la situation de la firme, en particulier les rapports entre les *stakeholders*. Cependant, quelles que soient les améliorations susceptibles d'être apportées, une structure financière ne peut codifier tous ces rapports. Cette limite s'explique par l'infaisabilité de contrats complets (Shleifer et Vishny, 1997) déjà mise en évidence dans de nombreux travaux. Pris individuellement, ni les contrats de dette, ni la participation des dirigeants au capital de « leur » société, ni les incitations financières où les rachats d'actions ne peuvent résoudre tous les différents qui opposent ou peuvent opposer les membres de la firme. Le gouvernement d'entreprise apparaît alors comme un **mécanisme adéquat d'une gestion explicite des conflits d'intérêts** entre *stakeholders*. Même s'il inclut les diverses propositions, *ex ante*, de la théorie des contrats destinées à prévenir les conflits d'intérêts, le gouvernement d'entreprise apparaît comme la réponse la plus optimale dans la mesure où il fournit également des solutions *ex post*, aux problèmes non résolus. L'efficacité et l'originalité du *corporate governance* réside dans cette juxtaposition des solutions tant en terme de *timing* (*ex ante* et/ou *ex post*) qu'en terme de diversité des recours, avec des réponses d'ordre financier (contrôle interne ou externe), juridique (conseils d'administrations, tribunaux) voire politique. A partir de ce résultat, nous avons tenté de donner un aperçu des soubassements théoriques du gouvernement d'entreprise. Ceux-ci sont principalement liés aux problèmes d'agence, inhérents au fonctionnement des entreprises managériales, et auxquels les solutions contractuelles semblent inadaptées du fait d'importants coûts de transactions. Mais au-delà de ce constat, les objectifs assignés aux mécanismes et structures de gouvernance sont radicalement différents selon les courants. On distingue deux principales approches, qui se déclinent chacune en deux ou trois modèles voire d'avantage.

La première approche s'inspire directement de la théorie néoclassique traditionnelle, corrigée et enrichie des apports récents de la théorie financière. Elle considère que la firme doit avoir un unique objectif, celui de la maximisation de la valeur actionnariale. A l'inverse, la seconde approche considère que l'objectif de l'entreprise est plus large et doit porter sur la protection des intérêts de l'ensemble des *stakeholders*. Dans le premier cas, nous pouvons parler de « *philosophie du capitalisme actionnarial* », tandis que la seconde approche est représentative du « *stakeholder capitalism* ». L'approche inspirée du capitalisme actionnarial est dite restrictive dans le sens où elle restreint l'objectif de la firme à la seule maximisation de la valeur des fonds propres, tandis que le *stakeholder capitalism* débouche sur une définition plus large des objectifs de la firme. L'approche restrictive développe un modèle de gouvernance qui s'inscrit dans l'optique du principal/agent. Le gouvernement d'entreprise consiste alors à mettre en œuvre toutes les solutions susceptibles d'empêcher l'agent, principalement les dirigeants, mais aussi les salariés, de réduire le profit du principal, à savoir l'actionnaire. La gestion par la valeur, qui semble aujourd'hui guider les marchés financiers est une solution à ce problème. Créer

⁴⁸⁰ Sans oublier de citer les apports précieux des théories de l'asymétrie de l'information et des coûts de transaction.

de la valeur suppose l'obtention d'un retour sur investissement supérieur au coût du capital. Un tel résultat signifie une politique d'investissement et de gestion optimale et une absence de comportements opportunistes ou de stratégie d'enracinement. A titre d'exemple, l'augmentation de la M.V.A (*market value added* ou valeur ajoutée marchande) ne peut s'obtenir que par une maximisation de la capitalisation boursière pour un volume de capitaux donné, ou la par la diminution du coût du capital avec une capitalisation constante. Or la capitalisation boursière est fonction de la valeur actuelle des *cash flows* espérés par les investisseurs. Une simple politique de diversification, ou un investissement non productif ne pourront pas conduire à l'augmentation de la capitalisation boursière. De même, sans une bonne réputation de son management, une entreprise ne pourra pas réduire son coût de capital. Dans un cas comme dans un autre, une politique d'enracinement des dirigeants aura des effets contreproductifs sur la croissance de la M.V.A. ce qui ne manquera pas d'être sanctionné par les marchés. La gestion par la valeur apparaît donc comme outil de contrôle au service des actionnaires.

Le second argument en faveur de cette gestion par la valeur, est d'ordre purement technique. La maximisation de la valeur suppose que le management se focalise sur un seul objectif. Or justement il est plus facile d'atteindre le but fixé lorsque celui-ci est unique. Enfin, vient l'argument de la légitimité d'une gouvernance conçue pour protéger les intérêts de l'actionnaire. En tant que créancier résiduel, ce dernier est le seul membre de la firme qui n'est pas protégé contractuellement et qui encoure donc plus de risque que les autres. Par conséquent, il a droit à tout le profit résiduel, et la maximisation de ce dernier est la contrepartie du risque encouru.

Les partisans du *stakeholder capitalism* (Blair, Freeman, Jones, Wood,...etc.) développent une approche et des modèles radicalement différents. Les critiques des modèles principal/agent constituent le point de départ de leurs propositions. Partant du constat que le coût du capital contient déjà la rémunération de l'actionnaire à travers la prime de risque, ces auteurs assimilent l'E.V.A, la M.V.A et autres concepts de la valeur actionnariale à du superprofit. Sur ce point, beaucoup de spécialistes financiers les rejoignent même s'ils développent pour cela d'autres arguments. Cette création de valeur suppose des retours sur investissement élevés, qui sont actuellement de l'ordre de 15 % par an. Or, on peut se demander si, dans une économie dont la croissance tendancielle est de 2 à 3% ⁴⁸¹ voire 5% dans les meilleurs des cas, une progression permanente de 15% des bénéfices est réaliste. Enfin, le statut de créancier résiduel exclusif de l'actionnaire est vivement contesté. Le créancier résiduel puise sa raison d'être dans la difficulté qu'il y a à déterminer de manière *ex ante* les droits et devoirs de chaque stakeholders dans tout les cas de figure. Or dans certaines situations, lorsque la mesure des flux de profit d'un actif devient délicate, certains *stakeholders*, les fournisseurs ou les clients par exemple, peuvent user de leur pouvoir pour extraire le maximum de rente. De même, lorsqu'une firme n'arrive pas à rembourser ses dettes, les créanciers prennent son contrôle et décident de l'affectation de ses actifs. Ils deviennent de fait des créanciers résiduels. Enfin, l'existence dans de nombreuses sociétés de différentes classes d'actions constitue une entorse au principe « d'une action une voix », ce qui montre que les revenus résiduels ne sont pas toujours liés aux droits de contrôle résiduels ⁴⁸². A partir de

⁴⁸¹ En tenant compte des cycles de ralentissement économique.

là, des conceptions alternatives de gouvernance sont proposées. Celles-ci ont pour point commun la prise en compte de tous les *stakeholders* qui ont un lien contractuel direct avec la firme. Outre les actionnaires, il s'agit principalement des créanciers et des salariés. La prise en compte des intérêts de ces différents *stakeholders*, implique un mode de gouvernance, consensuel où les intérêts sociaux, en particulier la sauvegarde de l'emploi, sont tout aussi importants, sinon plus, que les résultats financiers.

Au terme de cette première partie théorique, nous nous sommes attelés, dans la seconde partie, à analyser les évolutions parallèles des modes de financement et de gouvernance au sein de l'économie française. Les résultats obtenus semblent montrer une profonde transformation, parfois un changement radical, des modes de financement de l'économie française et une évolution progressive mais apparente des modes de gouvernance.

1- Le troisième chapitre, nous a permis de mettre en exergue une logique de fonctionnement des sociétés françaises conforme à une approche large du gouvernement d'entreprises pendant toute la période précédant les réformes financières du milieu des années quatre-vingt. Non seulement l'aspect social est très important, comme l'attestent le partage de la valeur ajoutée, qui a été longtemps en faveur des salariés, ainsi que l'inexistence de la pratique du *downsizing* en dépit de certaines contre-performances économiques et financières, mais l'intérêt d'autres agents comme l'Etat ou la collectivité était également pris en charge.

2- L'ouverture plus franche de l'économie française sur l'extérieur, à la faveur de la construction européenne et de la globalisation financière internationale, s'accompagne de changements indéniables. L'analyse du comportement financier des agents nous montre ainsi un changement radical dans le financement de la dette de l'Etat. D'un financement très liquide (dont le financement monétaire) dans les années soixante-dix, on passe moins de vingt années plus tard à un financement long et marchéisé de la dette publique⁴⁸³. Cette modernisation de la gestion de la dette publique s'inscrit dans le prolongement direct de la politique de lutte contre l'inflation engagée depuis le tournant de la rigueur de 1983. Ce nouveau mode de gestion de la dette de l'Etat conduit à un fort endettement du trésor, ce qui est un indice supplémentaire dans le rapprochement du système financier français des systèmes financiers anglo-saxons (Ferrandier et Koen, 1997, p.58).

3- La seconde conséquence de cette mobiliérisation de la dette publique est l'effet d'entraînement exercé sur les investisseurs institutionnels français et étrangers. A titre d'exemple, les Caisses d'Epargne et la C.D.C, pourtant peu actifs sur les marchés de capitaux, ont porté la part des titres obligataires dans leur portefeuille de 6 % en 1974 à plus de 12% en 1996 tandis que les banques qui, jusqu'en 1982 avaient moins de 1% de titres obligataires à leur actif, ont multiplié cette part par 11,4 pour la porter à 9,1% de leur actif. Néanmoins, les sociétés d'assurance, et dans une moindre mesure les OPCVM,

⁴⁸² A la décharge, des tenants de la théorie restrictive du gouvernement d'entreprise, cette critique du double droit de vote concerne des pratiques et non une hypothèse ou une recommandation de leur modèle.

⁴⁸³ Alors que l'ensemble des courtes dépasse les deux tiers du passif de l'Etat avant 1975, en 2000, 84,6% des ressources (hors fiscalité) de l'Etat sont collectées sur les marchés de capitaux

demeurent de loin les premiers souscripteurs des titres obligataires, avec respectivement plus de 50 % et plus de 30 % de leur actif consacrés à cette forme de placement en 1996 et en 1997. Au total, cette nouvelle gestion de la dette publique a contribué à une certaine mobiliérisation des placements des investisseurs institutionnels français. Cependant, la part des actions et autres participations dans leur portefeuille demeure systématiquement inférieure à celle des obligations, contrairement aux investisseurs non-résidents. Cela traduit une culture d'aversion au risque plus forte chez les premiers que chez les seconds. Toutefois, si l'on se place dans une perspective dynamique, on doit être plus nuancé. Même s'ils drainent moins de ressources que les titres de dette, les placements en fonds propres des institutionnels français sont aussi en progression.

4- Le quatrième résultat majeur de notre recherche réside dans l'évolution de la situation financière des entreprises françaises. Celles-ci enregistrent une amélioration spectaculaire de leur taux d'autofinancement. En progression permanente depuis 1983, celui-ci est, depuis ces dernières années, structurellement supérieur à 82 % en dépit de la reprise de l'investissement depuis 1998. En dehors du partage de la valeur ajoutée, redevenu favorable aux entreprises depuis près d'une quinzaine d'années, cette amélioration de la capacité de l'autofinancement des sociétés non-financières s'explique par un comblement (relatif) de leur manque de fonds propres, grâce à une substitution partielle de l'endettement bancaire par un financement par actions, obligations convertibles et titres assimilés (quasi-fonds propres). Indépendamment de ces raisons, la forte progression des taux d'autofinancement constitue un second indice en faveur de la thèse de l'évolution du système financier français vers un système d'économie de marché

484 .

5- A l'instar de l'autofinancement, le financement externe des entreprises françaises connaît un fort bouleversement. Une des conséquences majeures des réformes financières des années 1980 ⁴⁸⁵ est la mobiliérisation croissante des financements obtenus par les sociétés non-financières. Les titres financiers et monétaires qui ne comptaient que pour moins de 35% dans l'encours des ressources externes des entreprises entre 1977 et 1980, atteignent 65% de ces mêmes ressources en 1993 et dépassent les 72 % en 1997. Il est utile de préciser néanmoins que la part des titres monétaires (billets de trésorerie) et obligataires est très marginale. Cette mobiliérisation des financements s'explique donc quasi-exclusivement par la progression des ressources collectées sous forme d'actions et autres participations. D'ailleurs en 2000, plus de 70 % (70,5 %) du stock des ressources externes des sociétés non-financières est sous cette forme. Enfin, cette mobiliérisation est le reflet du net recul du financement par le crédit bancaire et par crédit interentreprises. La baisse récente de plus de 10% des crédits à long terme entre 1995 et 2000 dans le passif des entreprises non-financières, alors même que l'économie française enregistrait une forte croissance du PIB, montre le caractère structurelle de cette substitution du financement par actions et autres participations à

⁴⁸⁴ Ainsi que la progression du rapport entre la capitalisation boursière et le PIB. Cependant, l'évolution de quelques indices, ne suffit pas à corroborer la thèse de la transformation du système financier. Ce processus, au demeurant long et complexe, nécessite d'autres prérequis, tel le changement du comportement d'épargne des manages par exemple.

⁴⁸⁵ Et de la globalisation financière dont les conséquences ne concernent pas que la dette publique.

l'endettement. Cette substitution est d'ailleurs confirmée par l'évolution du taux d'intermédiation de l'économie et celui des entreprises. Outre la baisse tendancielle du crédit, l'évolution de ces taux corrobore les hypothèses de la mobiliérisation des financements et du rôle de plus en plus important des intermédiaires financiers sur les marchés de capitaux, avec néanmoins une plus forte présence sur le compartiment obligataire.

6- Si cette substitution des modes de financement semblait déjà inscrite dans l'amélioration sensible du taux d'autofinancement, en revanche, elle s'accompagne aussi d'une nette évolution de la géographie du capital des très grandes entreprises. Il s'agit du renforcement des investisseurs non-résidents dans le capital de ces firmes, en particulier les entreprises du CAC 40⁴⁸⁶. Cette évolution était inévitable, eu égard à la surface financière de cet agent et à sa moindre aversion pour le risque, comparativement aux institutionnels français. Elle s'explique également par la stratégie de diversification sectorielle et géographique de ces fonds anglo-saxons. Cette présence d'institutionnels étrangers, qui ont une gestion patrimoniale, dans leur capital est de nature à inciter les entreprises à reconsidérer leur management et leur mode de gouvernance. Sur ce point, nos résultats sont ambivalents et moins tranchés que ceux présentés jusque là.

7- Les conseils d'administrations semblent ainsi garder presque toutes les caractéristiques héritées du « passé » et notamment avant l'apparition du débat et des recommandations sur le gouvernement d'entreprise. Malgré quelques aménagements, comme l'arrivée de quelques administrateurs indépendants ou présentés comme tels, le mode de cooptation des administrateurs et des managers, leurs origines sociales, et l'influence des pluri-administrateurs ne semblent pas évoluer significativement. L'homogénéité et la proximité de la classe des administrateurs et celle des dirigeants ne semblent donc pas remises en cause. Il semble *a priori* illusoire d'envisager un rôle plus actif de la part des conseils d'administration. En dépit de ces pesanteurs, Labelle et Raffournier (2000) estiment, sur la base d'une étude comparative⁴⁸⁷, qu'avec l'intégration croissante des marchés financiers, les particularités nationales des gouvernements d'entreprise (représenté ici par les conseils d'administration) tendent à s'estomper. Progressivement, les règles de fonctionnement tendent à s'harmoniser avec un trait commun qui émerge, à savoir l'accent mis sur la protection des intérêts de l'actionnaire. A cela, on peut ajouter un début de responsabilisation des conseils d'administrations depuis l'éclatement récent de nombreux scandales financiers (Enron, Tyco, World Com et Xerox aux Etats-Unis, Vivendi Universal en France). En outre, les moyens de pression ne se limitent pas à la seule structure du conseil d'administration. Depuis quelques années, le marché français de contrôle des entreprises est devenu relativement actif. Les opérations de restructurations, en particulier les raids hostiles et l'activisme des actionnaires minoritaires constituent d'autres signaux de la ré appropriation « d'une partie » du pouvoir par les actionnaires.

⁴⁸⁶ En moyenne 30 à 40% du capital de l'ensemble des entreprises du CAC 40 appartient aux investisseurs non-résidents. Dans le cas de certaines sociétés cette part dépasse parfois 44 %.

⁴⁸⁷ Portant sur les conseils d'aminstration en Allemagne, au Canada et en France.

Au total, l'économie française connaît, depuis quelques années de profonds bouleversements. Les modes de financement tendent vers une mobiliérisation croissante, ce qui entraîne d'importants réaménagements dans les structures financières des entreprises. Cette recomposition du capital se traduit par une certaine évolution des rapports de pouvoir au sein de ces firmes. Cela est conforme aux hypothèses théoriques émises précédemment et qui font de la structure financière un déterminant important du gouvernement d'entreprise. Ainsi, en dépit de la persistance de quelques inerties au niveau des conseils d'administration, le mode de gouvernance des grandes entreprises évolue progressivement vers le modèle anglo-saxon de la valeur actionnariale.

Il serait à cet égard intéressant d'examiner à nouveau le mode de désignation des administrateurs et des dirigeants ainsi que la structure et le fonctionnement des conseils d'administration pour déterminer dans quelle mesure cette population homogène peut garder encore sa cohésion et son influence face aux pressions croissantes des actionnaires.

ANNEXES

Annexe n° 1 : La méthodologie

I) les données

1) Précisions préliminaires

Les données sur lesquelles nous avons travaillé sont les données en encours des tableaux d'opérations financières (T.O.F) base 95 première et seconde version. Elles couvrent respectivement les périodes allant de 1969 à 1997 et de 1995 à 2000. Cependant, dans le cas de certains institutionnels, les données n'existent pas pour toutes ces années. Les deux séries n'ont pas exactement la même nomenclature ni la même base ce qui interdit leur fusion en une seule série.

Les graphes sont, pour la plupart, construits à partir de ces données. D'autres graphes, tels les taux d'investissement et d'autofinancement des firmes, sont cependant obtenus à partir d'autres données (Euronext, INSEE,...).

2) Présentation des données

- La présentation est celle traditionnelle des TOF avec pour chaque secteur institutionnel la liste des opérations en ligne et les années en colonne ;
- dans la nouvelle base, la ligne f98 donne pour chaque année et pour chaque secteur le montant total de l'actif et du passif ;
- les placements de certains agents ne sont disponibles qu'à partir de 1976.
- Dans la dernière nomenclature des TOF base 95, les institutions financières (S12a) sont toutes regroupées sous une même rubrique. Outre la Banque de France, elles comprennent tous les intermédiaires financiers (banques, autres établissements de crédit, Caisses d'Epargne et Caisse des Dépôts et consignations, OPCVM) hormis les fonds de pensions et les sociétés d'assurance.

II) La méthode utilisée

Pour apprécier l'évolution des modes de financement de l'économie française, nous avons procédé aux calculs suivants :

Pour chaque secteur institutionnel, nous avons divisé pour chaque année tous les postes de l'actif par le total de l'actif. Ainsi pour toute catégorie d'agent, nous avons obtenu le poids relatif de chaque poste (ou opération) dans le total actif. L'examen de la structure de l'actif permet ainsi de mieux saisir la politique de placement et d'investissement des différents agents économiques (notamment les investisseurs institutionnels). 1.

La même opération a été faite au passif des agents dont on cherche à déterminer les modes de financement, à savoir l'Etat et les entreprises. Les proportions ainsi obtenues nous permettent ainsi de saisir les différentes évolutions sans avoir à effectuer les déflations. 2.

Concernant les actions, le recours à un déflateur, afin de corriger les très grandes fluctuations des périodes de fortes hausses ou baisses des cours boursiers, a été nécessaire. Nous avons alors divisé toutes les opérations F50 (ou F5 en base 95) correspondants aux actions et autres participations sur la valeur absolue de la variation de l'indice boursier par rapport à l'année précédente. A titre d'exemple, pour corriger l'effet d'une hausse de 10 % de l'indice à une année t, on divise les encours d'actions et autres participations de cette année t sur un coefficient de 1,1. A l'opposé, l'effet d'une baisse de 10 % de l'indice boursier sera corrigé en rapportant l'encours de la même année à un coefficient de 0,9. 3.

Après toutes ces opérations, le calcul des différents postes (financement, placement,...) est relativement aisé. Dans un premier temps, nous prenons pour chaque type d'agent l'ensemble des postes importants de l'actif (ou du passif) de manière à approcher les 100%. Cependant, pour une meilleure lisibilité des graphes, nous nous limitons parfois à une proportion de 90% à 95%. Dans un second temps, nous reprenons deux à trois (voire quatre) postes par graphe selon des critères et des classements précis puis nous effectuons les comparaisons. A titre d'exemple, pour le 4.

financement des entreprises, nous travaillons sur trois principaux graphes selon que les ressources externes aient été obtenues sur les marchés de capitaux, par voie de crédits bancaire (auprès des banques et d'autres établissements de crédits) ou auprès d'autres sociétés non-financières (crédit interentreprises).

La configuration des graphes est la suivante : Sur l'axe des abscisses sont reportées 5. les années ; Sur l'axe des ordonnées, figure l'actif (ou le passif) des agents étudiés. Les différents postes sont alors représentés en % de l'actif (ou du passif) de l'agent économique ou du secteur institutionnel considéré.

Annexe 2 : La nomenclature des secteurs du TOF

	CODES "AGENTS" DU TOFA	
CODE	INTITULÉ	CORRESPONDANCE
SECTEUR		TOF
4000	Institutions financières	S41 S42
4100	Etablissements de crédit et assimilés	S411 S412 S413 S414
4110	Banque de France	S411
4120	Banques	S412
4130	Caisses d'épargne et caisse des dépôts et consignations	S4131 S4132
4131	Caisses d'épargne	S4131
4132	Caisse des dépôts et consignations	S4132
4140	Autres établissements de crédit et assimilés	S4141 S4142 S4143
4141	Sociétés financières et assimilées	S4141
4142	Institutions financières spécialisées et assimilées	S4142
4143	Institutions financières diverses	S4143
4200	O.P.C.V.M.	S42
5000	Entreprises d'assurance	S51 S52
5100	Organismes d'assurance et de capitalisation	S51
5200	Mutuelles	S52
6000	Administrations publiques	S611 S612 S62 S63
6110	État	S611
6120	Organismes divers d'administration centrale	S612
6200	Administrations publiques locales	S62
6300	Administrations de sécurité sociale	S63
1000	Sociétés et quasi-sociétés non financières	S11 S12
1100	Grandes entreprises nationales	S11
1200	Autres sociétés et quasi-sociétés non financières	S12
7000	Administrations privées	S70
8000	Ménages yc Entreprises individuelles	S81 S82
8100	Entreprises individuelles	S81
8200	Ménages (hors entreprises individuelles)	S82
9000	DOM - TOM et Reste du monde	S91 S92
9100	Départements et territoires d'outre-mer	S91
9200	Reste du monde	S92
9800	Total des secteurs	S98

Annexe 3 : La nomenclature des opérations du TOF

	CODES "OPÉRATIONS" DU TOFA	
CODE	INTITULÉ	CORRESPONDANCE
OPÉRATION		TOF
00	Moyens de paiement internationaux	F00
01	Or	F01
02	Devises	F02
03	Droits de tirage (DTS)	F03
04	Écus	F04
05	Comptes avec le FMI	F05
06	Comptes avec le FECOM	F06
10	Moyens de règlement en francs	F10
11	Moyens de paiement	F11
12	Monnaie interbancaire	F12
20	Autres liquidités	F20
21	Comptes d'épargne et bons en francs	F21
A2	Placements à vue	F211
B2	Placements à échéance	F212
C2	Épargne contractuelle	F213
22	Comptes d'épargne et bons en devises	F22
23	Comptes en francs de correspondants financiers	F23
24	Comptes en devises de correspondants financiers	F24
25	Autres dépôts non transférables	F25
30	Titres du marché monétaire	F30
31	Bons du trésor négociables	F31
32	Certificats de dépôt	F32
33	Bons des établissements de crédit	F33
34	Billets de trésorerie	F34
35	Titres des marchés monétaires étrangers	F35
36	Parts de fonds communs de créances	F36
37	Bons à moyen terme négociables	F37
40	Obligations et assimilées	F40
50	Actions et autres participations	F51 F52 F53 *
51	Actions	F51 *
52	Autres participations	F52 *
53	Titres d'OPCVM	F53
A5	Titres d'OPCVM monétaires	F531
B5	Autres titres d'OPCVM	F532
60	Prêts à court terme	F60
61	Crédits en francs des agents financiers aux agents non financiers (CT)	F61
62	Crédits en devises des agents financiers aux agents non	F62

	financiers (CT)	
63	Prêts entre agents financiers (CT)	F63
64	Refinancements	F64
65	Prêts et crédit commerciaux (CT)	F65
66	Décalages comptables	F66
70	Crédits à moyen et long terme	F70
71	Crédit en francs des agents financiers aux agents non financiers (MT LT)	F71
72	Crédit en devises des agents financiers aux agents non financiers (MT LT)	F72
73	Prêts entre agents financiers (MT LT)	F73
74	Crédit-bail	F74
75	Prêts et crédits commerciaux (MT LT)	F75
80	Réserves techniques d'assurance	F80
81	Réserves mathématiques	F81
82	Réserves primes et réserves sinistres	F82
98	Total des opérations	F98
*La ventilation entre les lignes F51 et F52 est uniquement disponible en flux. En encours, l'enveloppe F51 + F52 peut être reconstituée comme différence entre les opérations F50 et F53.		

Annexe 4 : Le déflateur

	Evolution du SBF 120						
1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1573,85	1287,03	1283,05	1617,88	2051,7	2656,3	4052,18	4022,53
	-18,22	-0,31	26,1	26,8	29,5	52,5	-0,73
	0,818	0,997	1,26	1,27	1,29	1,52	0,993

Annexe 5 : La bourse et la gouvernance

1) La restauration de la valeur chez Alstom

(AOF) - Le groupe Alstom organise aujourd'hui à Paris une réunion à l'intention des investisseurs et des analystes pour présenter son plan "Restore Value" ("Recréons de la valeur"), dont les objectifs principaux sont : le renforcement du bilan et du cash, la résolution des problèmes non-récurrents et le rétablissement de la confiance. Une confiance qui mettra sans doute du temps à revenir alors que le titre a perdu plus de 55 % de sa valeur depuis son introduction en Bourse en juin 1998. Cette grande réunion se tient 2 mois avant la publication des résultats du groupe au titre de l'exercice 2001/02 clos le 31 mars 2002 (le 17 mai) et 3 semaines avant la sortie d'Alstom de l'indice CAC 40 (le 3 avril). La sortie d'Alstom du CAC 40 ne constitue pas vraiment une surprise après les déboires du groupe l'année dernière, qui ont fait fondre sa capitalisation de plus de 50 %. Alstom a en effet payé cher la faillite de son client Renaissance Cruises, auquel le groupe avait livré huit navires. La sanction boursière a été immédiate : le titre a perdu près de 50 % de sa valeur dans les jours qui ont suivi l'annonce fin septembre 2001. Le groupe n'a laissé que quelques semaines de répit au marché avant d'annoncer qu'il lui serait difficile d'atteindre son objectif de marge opérationnelle de 6 % d'ici à 2003. La dégradation de la situation économique a fortement touché le spécialiste des infrastructures pour l'énergie et les transports, dont la trésorerie nette s'est dégradée ainsi que le niveau d'endettement. Alstom s'est ainsi engagé à réduire son exposition aux crédits fournisseurs et à stabiliser sa dette en cédant des actifs immobiliers ou des actifs non stratégiques. Une mission qui sera sans doute dévolue à Philippe Jaffré, ex-président directeur général d'Elf Aquitaine, qui a été nommé, le 21 février dernier, membre du comité exécutif d'Alstom, au sein duquel il sera en charge des questions financières. Aujourd'hui, Alstom présente une liste de plusieurs objectifs précis sur trois ans qui doivent aboutir au redressement du groupe dont le portefeuille d'activités a considérablement évolué sur les quatre dernières années. Alstom est désormais recentré sur quatre Secteurs : Power (numéro 2 mondial), Transmission & Distribution (numéro 3 mondial), Transport (numéro 2 mondial) et Marine.

"Après les investissements actifs que la compagnie a consentis ces quatre dernières années, ALSTOM est aujourd'hui confronté à trois défis majeurs : un endettement élevé, qui fait suite à un programme d'acquisitions financé par emprunts ; un cash insuffisant ; et des problèmes non-récurrents", constate le groupe. Partant de ce constat, le programme "Restore Value" s'articule autour de trois axes principaux : le management (avec notamment la nomination de Philippe Jaffré), l'excellence opérationnelle et la trésorerie.

Un plan d'action en quatre points est ainsi mis en œuvre pour accroître la performance opérationnelle et réduire l'exposition au risque dans toutes les activités de la compagnie. Alstom donnera la priorité aux services à haute valeur ajoutée et au développement de nouveaux segments plus profitables. Le groupe se fixe de plus l'objectif de parvenir à une réduction annuelle des frais généraux de 250 millions d'euros (10 %) d'ici mars 2005. Il se concentrera également sur l'amélioration de la qualité, la rationalisation de la production (spécialement chez T&D) et une gestion des risques plus stricte. Enfin, le groupe s'attachera à la résolution rapide des problèmes non récurrents non encore réglés.

Au niveau de la trésorerie, Alstom s'attachera à renforcer la structure de son capital.

Cela passera par l'optimisation du besoin en fonds de roulement du groupe. En ce qui concerne la structure de la dette, des lignes de crédit supplémentaires ont récemment été confirmées (850 millions d'euros) et Alstom annonce être en discussions actives avec ses banques sur la structure de la dette, les échéances et les ratios financiers à respecter. Le groupe procèdera de plus à des cessions d'actifs immobiliers pour 750 millions d'euros grâce à la vente de certains de ses actifs immobiliers d'ici décembre 2002. Alstom envisage également de dégager 900 millions d'euros de la cession d'activités non-stratégiques identifiées d'ici mars 2003. "Ce plan repose sur la vente d'activités issues de différents secteurs, et non sur la vente d'un secteur entier", précise le groupe. Alstom prévoit enfin d'obtenir des fonds supplémentaires par une augmentation de capital avec droits préférentiels de souscription (l'accord des actionnaires est déjà obtenu pour l'émission de 66,7 millions d'actions), réalisée après la publication, le 7 mai 2002, des résultats annuels, quand les conditions du marché le permettront. Dans le cadre de ce plan, le groupe se fixe comme objectif d'élever la marge opérationnelle à près de 5 % pour l'exercice 2003 et 6 % pour l'exercice 2005 contre 4 % actuellement. Il compte également faire ressortir une variation cumulée du "free cashflow" d'exploitation de 1,3 milliard d'euros pour la période 2003/2005, en ligne avec le niveau du bénéfice avant impôts et charges financières (EBIT) pour l'exercice 2005.

Les recettes provenant des ventes d'actifs immobiliers, des cessions d'activités et de l'augmentation de capital sont estimées à environ 2,1 milliards d'euros avant la fin mars 2003. La réduction à 20 % du taux d'endettement sur fonds propres est prévue d'ici mars 2005. Parmi les sujets prioritaires, Alstom précise avoir réduit à ce jour son exposition théorique de 684 millions d'euros à environ 500 millions d'euros, et constitué une provision de 110 millions d'euros suite à la faillite de Renaissance Cruises. Alstom a revu le risque-crédit théorique de son exposition totale au crédit-fournisseur pour Marine, et a, par mesure de précaution, décidé de constituer une provision supplémentaire de 90 millions d'euros qui figurera dans les comptes de l'exercice en cours.

En marge de la présentation de son plan "Restore Value", Alstom qui annoncera le 7 mai 2002 ses résultats pour l'exercice clos le 31 mars 2002, donne aujourd'hui les indications suivantes sur le résultat 2001/02: "Les prises de commandes ont été satisfaisantes et globalement en ligne avec nos indications précédentes. Le chiffre d'affaires devrait atteindre environ 23,5 milliards d'euros, avec une marge opérationnelle d'environ 4 %. La dette financière nette devrait approximativement être au même niveau que celle de septembre 2001, en supposant que tous les paiements actuellement en instance soient effectués au 31 mars 2002". Au vu du plan financier indiqué aujourd'hui, le Conseil d'Administration proposera cette année de ne pas payer de dividende. La compagnie compte néanmoins maintenir sa politique de distribution de dividendes dans les années à venir. Le titre Alstom, qui a perdu jusqu'à 3,4 % peu après l'ouverture sous l'effet notamment de l'annonce d'une augmentation de capital à venir et de l'interruption du versement du dividende, s'est ensuite retourné en considérant les perspectives de redressement du groupe à moyen et long terme. Alors que le groupe réunit actuellement les investisseurs et les analystes, le titre gagne 2,14 % à 14,35 euros vers 10h20.

(G.C)

2) L'activisme des minoritaires

a) L'action de Déminor

Aventis et Lafarge les plus récompensées par le cabinet Déminor

PARIS, 13 décembre (Reuters) - Aventis et Lafarge ont été les plus récompensés, mercredi, par Déminor, cabinet européen spécialisé dans le conseil aux actionnaires minoritaires, qui décernait ses prix aux sociétés se conformant le mieux aux principes du gouvernement d'entreprise.

Air Liquide < AIR LIQUIDE >, Aventis < AVENTIS > et BNP Paribas < BNP PARIBAS > ont obtenu un prix pour leur fonctionnement en matière de droits et devoirs de leurs actionnaires.

A cet égard, l'étude montre que 69% des sociétés françaises appartenant à l'Eurotop 300 accordent la possibilité d'acquérir des droits de vote double aux actionnaires dont les titres sont enregistrées nominativement depuis au moins deux ans.

Concernant le type de défense anti-OPA des entreprises et les chances laissées aux offres d'achat hostiles, seule Aventis < AVENTIS > a été récompensée.

Déminor relève en effet que 38% des sociétés étudiées ont un type de défense qualifié d'"absolu", généralement lié à la présence d'un actionnaire majoritaire et que 93% d'entre elles ont la possibilité de racheter leurs propres actions en période d'offre publique.

En matière d'information des actionnaires sur le gouvernement d'entreprise (informations sur la participation détenue par les salariés, sur l'existence de pactes d'actionnaires, sur l'indépendance de leurs administrateurs et leur rémunération), les trois sociétés primées sont Lafarge < LAFARGE >, Schneider Electric < SCHNEIDER ELECTRIC > et Société générale < SOCIETE GENERALE A >.

"La moitié des sociétés françaises de l'Eurotop 300 n'abordent pas la notion d'indépendance de leurs administrateurs et n'en désignent aucun en tant que tel", déplore Déminor dans son étude, qui ajoute que "88% des sociétés donnent la rémunération globale de leurs administrateurs sans fonction exécutive".

Enfin, concernant la structure du conseil, Lafarge est une nouvelle fois récompensée, aux côtés de Saint-Gobain < SAINT-GOBAIN > et Suez-Lyonnaise des Eaux < SUEZ LYON.DES EAUX >.

Déminor se félicite à cet égard que 70% des sociétés interrogées respectent la proportion de moins d'un tiers d'exécutifs au sein du conseil. Il ajoute que 22,5% des stocks options sont attribués à des dirigeants et que 88% des sociétés interrogées ne précisent pas les objectifs liés à leur politique d'exercice des stocks options..

b) L'adam veut connaître le mode de governance chez Vivendi Universal

L'Adam veut savoir qui décide chez Vivendi Universal

par Sue Landau

PARIS, 17 juin (Reuters) - L'Association de défense des actionnaires minoritaires (Adam) a justifié lundi sa décision de réclamer une expertise sur la gouvernance de Vivendi Universal < VIVENDI UNIVERSAL > < VIVENDI UNIVERSAL ADS > par la nécessité de comprendre le processus de décision au sein du deuxième groupe mondial de communication.

La présidente de l'Adam, Colette Neuville, a souligné que la démarche auprès du tribunal de commerce visait à vérifier si le conseil d'administration avait été correctement tenu informé des multiples acquisitions qui ont eu lieu depuis deux ans.

Si les juges font droit à sa demande, ils désigneront un expert chargé de faire la lumière sur les décisions qui ont abouti à une dette de 17,1 milliards d'euros à la fin du premier trimestre 2002 (pour les activités médias/communication), la filiale de services aux collectivités Vivendi Environnement < VIVENDI ENVIRON. > portant une dette de 14,3 milliards fin 2001.

Dans un deuxième temps, les membres de l'association pourraient, comme les y autorise la loi, déposer une plainte avec demande de réparation au nom de la société.

"Comment en est-on arrivé là ? On constate que les résultats sont catastrophiques", a dit Colette Neuville à Reuters. "Quand je vois l'ampleur des problèmes chez Vivendi et je vois qu'on met en place un comité, j'ai envie de rire", a-t-elle ajouté en évoquant la création, décidée lors du dernier conseil d'administration, d'un comité sur le gouvernement d'entreprise. "En allant chercher les documents tels que l'ordre du jour et la présence aux conseils d'administration, on devrait savoir. Est-ce que les administrateurs ont eu les informations sur les acquisitions ? Est-ce qu'ils avaient connaissance dans les grandes lignes mais pas dans le détail ?"

"Les buts sont de déterminer les responsabilités, et en les déterminant on espère que les administrateurs vont enfin jouer leur rôle", a expliqué Colette Neuville, qui a déjà eu l'occasion d'affronter le P-DG du groupe, Jean-Marie Messier.

Les administrateurs de Vivendi Universal n'auraient "pas dû laisser les choses en arriver là", a-t-elle ajouté. "On est en face d'une situation grave et ils n'arrivent pas à réagir. Depuis le conseil d'administration du 29 mai, on a l'impression qu'il n'y a pas de stratégie. On entend qu'ils veulent racheter Cegetel, qu'ils veulent vendre Vivendi Environnement".

Elle a évoqué la tenue d'un conseil d'administration ce lundi en précisant qu'on en ignorait l'ordre du jour.

Vivendi Universal s'est refusé à tout commentaire sur la démarche de l'Adam ainsi que sur la réunion éventuelle des administrateurs. Selon Les Echos, ce sont les modalités de la vente d'un bloc de Vivendi Environnement qui seraient à l'ordre du jour

c) Les minoritaires contestent certains plans de stock options

Les stock-options seront au coeur des prochaines assemblées générales annuelles des entreprises françaises, les actionnaires minoritaires ayant fait de ce sujet un élément

central de leurs interventions.

L'Association pour la défense des actionnaires minoritaires (ADAM) comme le cabinet de conseil des actionnaires minoritaires Deminor ont décidé d'interpeller les dirigeants sur leur volonté de proposer la mise en place de nouveaux plans de stock-options.

Le groupe de communication Vivendi Universal, qui souhaite proposer un nouveau plan portant sur, au maximum, 5% de son capital, a déjà été montré du doigt par l'ADAM.

L'Association, qui se dit "surprise" d'une telle décision alors que le cours de bourse de Vivendi Universal a chuté, a ainsi envoyé des questions écrites au groupe, auquel il devra répondre lors de son assemblée générale en avril.

Le conseil d'administration peut-il prendre "l'engagement de ne pas attribuer d'options nouvelles aux personnes qui n'auraient pas totalement exercé les options leur ayant été précédemment attribuées ?", demande l'Association, qui a étendu son questionnaire à l'ensemble des entreprises composant l'indice CAC 40.

"Le conseil peut-il s'engager à ne distribuer que des actions préalablement achetées par la société, de manière à ne pas diluer les autres actionnaires en procédant à une augmentation de capital?", interroge encore sa présidente, Colette Neuville.

Vivendi Universal a assuré que l'exercice des options ne provoquerait "aucune dilution, la politique du groupe étant d'y affecter prioritairement les titres qu'il détiendra au titre de l'autocontrôle sur l'ensemble de la durée du plan".

"Il serait peu éthique que les dirigeants revotent des plans de stock-options maintenant que les cours ont chuté", a estimé la semaine dernière Fabrice Rémon, associé de Deminor.

Selon lui, une telle décision reviendrait à faire des stock-options un outil non plus de motivation mais de simple rémunération. Et les investisseurs, de leur côté, n'auraient plus la garantie que le dirigeant a lui-même un intérêt dans la bonne tenue du titre.

Vivendi Universal, qui affirme proposer une attribution de stock-options tous les ans en septembre, quel que soit l'environnement boursier, explique que les stock-options sont un moyen d'attirer et de conserver "les talents indispensables au développement de ses métiers, et notamment ceux qui nécessitent une créativité forte".

"Sans eux, Vivendi Universal se trouverait en position de faiblesse à l'égard de ses compétiteurs, tant américains qu'europeens", estime le groupe.

Vivendi Universal n'est pas le premier à mettre en avant la pression de la concurrence. L'équipementier en télécommunications Alcatel avait décidé d'avancer la mise en place d'un plan de stock-options en 2001 pour, avait-il dit, "tenir compte des politiques très incitatives adoptées par la plupart des concurrents" du groupe.

Au cours des assemblées générales, Deminor entend également insister sur le fonctionnement des conseils d'administration et des comités d'audit, à un moment où la faillite du groupe américain Enron fait scandale et ébranle le monde de l'audit.

d) Les minoritaires de Legrand contestent la parité proposée par Schneider

(AOF) - La fusion entre Schneider Electric et Legrand, que les spécialistes du secteur appelaient de leurs vœux depuis plusieurs années, est-elle réellement en danger ? A la surprise générale, la Cour d'appel de Paris a en effet annulé la recevabilité de l'OPE amicale lancée par Schneider Electric sur Legrand alors que le Conseil des marchés financiers et la COB avaient déclaré cette OPE recevable. Le pourvoi tenté par les actionnaires minoritaires de Legrand qui contestaient le niveau de parité d'échange des titres détenus par les porteurs d'action à dividende prioritaire (ADP) a donc abouti et met désormais en danger l'opération de fusion dans sa totalité. Schneider proposait en effet sept de ses actions pour deux actions ordinaires Legrand et deux de ses actions pour chaque ADP. Ce sont donc les 23,8% du capital de la société Legrand détenus par les plaignants qui bloquent Schneider aujourd'hui. Si Schneider Electric maintient son projet, le groupe devra sans doute lancer une nouvelle offre qui renchérira le coût d'acquisition des titres Legrand. Pour le moment, les deux groupes se sont contentés d'expliquer dans un communiqué qu'ils "prennent acte de la décision de la Cour d'appel" et qu'ils "examineront les différentes possibilités créées par cette décision". Un analyste estime ce matin que le groupe peut soit augmenter la parité des ADP Legrand et maintenir inchangée celle des actions ordinaires, soit réduire les parités des actions ordinaires tout en augmentant celles des ADP. "La première solution augmenterait le prix payé, or ce prix apparaissait déjà comme relativement élevé notamment au regard des perspectives de Legrand en 2001, estime l'analyste. La deuxième solution nous semble peu probable car cela pourrait entraîner un refus ou tout au moins une réticence des actionnaires familiaux (41 % des actions ordinaires) qui s'étaient engagés irrévocablement à apporter leurs titres à l'offre initiale". Schneider a également la possibilité de renoncer à l'opération mais les spécialistes s'accordent à dire qu'une telle décision serait préjudiciable au groupe qui laisserait la porte ouverte à ses concurrents pour un éventuel rachat de Legrand. L'opération stratégique devait de plus donner naissance au nouveau groupe leader mondial en basse tension.

En attendant d'en savoir plus, les titres Schneider Electric et Legrand, suspendus hier, ont repris le cours de leurs cotations ce matin. Leurs replis respectifs de près de 4 % dénotent de la déception des marchés. (G.C)

3) Les zinzins étrangers plus actifs

a) Contrôle de la gestion sociale

Les investisseurs institutionnels étrangers, qui sont devenus les principaux actionnaires des sociétés françaises, exercent une influence non négligeable sur les politiques sociales des entreprises, selon une étude publiée samedi par la DARES (ministère de l'Emploi).

Toutefois, malgré l'importance des questions sociales dans la gestion de la main d'oeuvre, les investisseurs ne valorisent pas systématiquement les licenciements. Mais, selon certaines études, ils ne rencontrent que peu d'incitations à examiner plus avant cette gestion, ajoute l'étude.

Pour autant, le monde financier n'est pas prêt à valider n'importe quelle politique sociale mais au contraire, accompagne, voire oriente, de façon normative, certaines politiques sociales, précisent les auteurs Sabine Montagne et Catherine Sauviat de l'IRES (institut de recherches économiques et sociales).

Les investisseurs institutionnels sont aujourd'hui des institutions financières non bancaires --fonds de pension, gestionnaires d'épargne collective (mutual funds), compagnies d'assurances, filiales spécialisées de banques--, qui centralisent l'épargne financière des salariés et des ménages.

Ces investisseurs, notamment américains, contrôlent la moitié de la capitalisation boursière française -alors que les ménages n'en possèdent plus que 38%- et sont à l'origine de plus de 80% des transactions sur les actions françaises à la bourse de Paris.

La France, dont les "rigidités" du marché du travail n'a jamais constitué un obstacle sérieux à leurs placements, est parmi les tout premiers pays d'investissement des fonds avec le Royaume-Uni, le Japon et l'Allemagne, souligne le rapport.

La France est par exemple au 3ème rang des pays d'accueil étrangers pour les placements du fonds américain Calpers.

Les entreprises font en outre dorénavant la distinction entre une poignée de cadres jugés essentiels à la création de valeur et le reste de la main d'oeuvre, dont la gestion est déléguée au niveau local.

Les premiers, souvent contraints à la mobilité et à l'intégration dans des équipes internationalisées, font l'objet d'une attention soutenue et bénéficient de dispositifs particuliers d'incitation financière (primes, stock-options formant la part variable du salaire), calqués sur les pratiques anglo-américaines.

La crédibilité et la qualité du top management sont d'ailleurs jugées beaucoup plus utiles pour mesurer la performance de l'entreprise que les politiques sociales, remarque l'étude.

Pour les autres salariés, cadres moyens et non-cadres, qui ont vu leur statut relativement déstabilisé, voire détérioré, à la suite de restructurations par filialisation qui réduisent le champ d'application des conventions collectives, la part variable du salaire reste faible, limitée à diverses formules de participation et d'intéressement.

Toutefois, précise l'étude, 64% des analystes interrogés par les auteurs, reconnaissent que la gestion sociale est un facteur de rentabilité.

Selon eux, cette rentabilité est elle-même affectée par la formation (compétence du personnel), la politique salariale (élément de motivation), la masse salariale (point critique de l'équilibre financier) et la gestion participative (implication du personnel).

Ils sont 73% de ces analystes à penser que l'objectif d'une bonne gestion sociale est d'éviter les crises.

En conclusion, les chercheurs de l'IRES qualifient de "sollicitation-délégation", l'influence des actionnaires institutionnels sur l'organisation des entreprises, puisque les actionnaires, s'ils ne prétendent aucunement gérer à la place des dirigeants, indiquent toutefois à ces derniers des orientations stratégiques.

b) La présence aux conseils d'administration : une première

(AOF) - Alors que la société New Yorkaise Wyser-Pratte & Co, Inc (contrôlée par Guy Wyser-Pratte) avait cédé hors marché, le 14 septembre dernier, l'intégralité de sa participation dans Legris Industries, la même société a déclaré qu'aujourd'hui, suite à l'acquisition d'actions mais cette fois sur le marché, elle avait individuellement refranchi à la hausse les seuils de 5 et 10 %, pour détenir à ce stade 17,86 % du capital et 14,08 % des droits de vote de Legris Industries, révèle un communiqué du CMF.

Le Conseil des Marchés Financiers précise que Wyser-Pratte & Co a complété sa dernière déclaration de franchissement de seuil en spécifiant avoir agi seul, vouloir poursuivre sa politique d'achat ou de vente en fonction du marché, ne pas vouloir acquérir Legris Industries, mais toutefois demander la nomination d'un représentant au conseil d'administration. "Nous soutenons toutes démarches aux fins de maximiser la valeur de la société", a indiqué Wyser-Pratte, selon la déclaration citée par le CMF.

4) L'activisme de Bolloré continue d'animer les marchés

(Cercle Finance) - La chute spectaculaire du titre Vivendi Universal depuis le début de l'année -elle affiche une contreperformance de 35%- aurait poussé Vincent Bolloré à effectuer des achats à bon compte sur l'action dans l'optique de réaliser une bonne opération financière.

L'homme d'affaire breton, qui s'est illustré dans ce domaine par des aller-retours lucratifs sur Pathe, Bouygues et autre Rue Imperiale n'a pas souhaité commenter l'information parue dans le magazine Le Point faisant état d'une incursion dans le capital du numéro deux mondial de la communication, actuellement sous pression (rumeurs en tout genre au sujet d'un désengagement de Vivendi Environnement, d'une vente d'actions par les actionnaires de référence, départ forcé de Pierre Lescure à la tête de Canal Plus, etc...). Les Echos avancent de leur côté que le bloc acquis par Vincent Bolloré représenterait moins de 0,5% du capital mais avec un trésor de guerre évalué à un milliard d'euros, Bolloré a les moyens de s'offrir 2,4% du capital de Vivendi Universal et d'en devenir ainsi un actionnaire de premier plan aux cotés de la famille Bronfman (5,63%) et du néerlandais Philips (3,52%). Quoi qu'il en soit, l'intrusion du financier breton est de nature à nourrir les spéculations ce qui conforte le redressement du titre puisque celui ci s'inscrit ce jeudi en hausse de 1,3% à 40,28E et cumule sur cinq séances un bond de 13%. L'assemblée générale du groupe, prévue le 24 avril s'annonce toutefois à haut risque pour Jean Marie Messier bien que ce dernier conserve la confiance du conseil d'administration.

5) La fin de la protection étatique

LUXEMBOURG, 4 juin (Reuters) - La Cour de Justice de l'Union européenne a estimé mardi que les "golden shares" (actions préférentielles) de l'Etat sont contraires aux règles européennes sauf si l'objectif poursuivi relève d'un intérêt général ou stratégique.

La France, qui a instauré un tel mécanisme pour protéger TotalFinaElf < TOTAL FINA ELF >, a dès lors été condamnée pour entrave à la libre circulation des capitaux, tout comme le Portugal, qui limite les participations étrangères, notamment dans le secteur bancaire.

En revanche, le but poursuivi par la Belgique, le maintien d'un approvisionnement minimal de gaz en cas de menace par la société de distribution Distrigaz, a été jugé compatible avec la législation communautaire.

La Commission avait introduit à la fin des années 90 des actions devant la Cour contre ces trois pays.

La France se voyait reprocher le décret de 1993 qui attribue à l'Etat une "golden share" dans la société Elf Aquitaine, devenue par la suite TotalFinaElf, par laquelle le ministre de l'Economie doit approuver au préalable une acquisition de titres ou de droits pour tout dépassement de seuil de détention de capital. Cette action spécifique de l'Etat permet de s'opposer aux décisions de cession ou d'affectation des actifs.

Les arrêts de la Cour ne sont pas susceptibles d'appel. Ces décisions auront dans l'avenir des conséquences pour la privatisation des entreprises nationales.

6) L'importance de la liquidité : cas des indices MSCI*

Le CAC 40 conforte son avance

Le marché parisien a ouvert en légère hausse, soutenu par la reprise des valeurs américaines hier et conforte son avance en milieu de matinée. La séance sera marquée par la première étape de la repondération des indices MSCI, en fonction du flottant et non plus de la capitalisation boursière totale. Dans l'après-midi, les investisseurs prendront par ailleurs connaissance de la deuxième estimation du PIB américain pour le troisième trimestre.

Repondération des indices MSCI : un impact difficile à évaluer

Vendredi prendra effet la première étape du changement de méthode de pondération des indices Morgan Stanley Capital International (MSCI). Un événement puisque l'on estime à plus de 3.000 milliards de dollars les actifs des fonds d'investissement gérés en relation avec ces indices, dont 500 à 600 milliards pour les seuls fonds dits passifs, c'est-à-dire répliquant au plus près leur indice de référence. Les intervenants s'attendent ainsi à des ajustements massifs des portefeuilles en liaison avec les changements de pondération des valeurs. Mais ils jugent extrêmement difficile de prédire si ces ajustements vont pénaliser ou favoriser telle ou telle valeur ou même tel ou tel marché. Le changement de pondération décidé par MSCI répond à la volonté de prendre en compte désormais la part du capital effectivement disponible aux échanges – le flottant – et non plus la capitalisation entière des valeurs composant les indices. Cette nouvelle méthode favorise ainsi les titres les plus liquides en ne prenant pas en compte les participations détenues par les Etats, les partenaires industriels ou même les dirigeants. Afin de limiter les perturbations que ces modifications pourraient engendrer sur les marchés, MSCI a fixé une étape intermédiaire au 30 novembre avant le basculement complet le 31 mai 2002. A

compter de vendredi, un coefficient d'ajustement temporaire entrera donc en vigueur jusqu'en mai 2002. Il ne prendra en compte que la moitié de l'ajustement total lié au passage de la capitalisation au flottant. Ainsi, si une valeur a un flottant de 50%, sa pondération dans l'indice prendra dans un premier temps en compte 75% de sa capitalisation au lieu de la totalité précédemment avant de passer effectivement à 50% en mai prochain. A noter que les valeurs retirées des indices le seront totalement dès la première étape, donc dès vendredi.

Les variations de pondérations vont ainsi provoquer des achats et des ventes des gérants pour ajuster la présence des valeurs dans leurs portefeuilles. Les valeurs françaises dont les pondérations vont être ajustées en baisse sont France Télécom, Sanofi-Synthélabo, L'Oréal, STMicroelectronics, LVMH, Carrefour, Vivendi Universal, Société Générale, Axa, PPR ou Casino. A l'inverse, Dexia, EADS, Castorama et Renault, qui font leur entrée dans les indices, vont évidemment bénéficier d'un relèvement de leurs poids respectifs dans les indices MSCI. Entrent également Air France, Altran Technologies, Atos Origin, TF1, Business Objects, Thomson Multimedia et Alstom. A l'inverse, Gecina, Simco, Eurazeo, Seb, les ADP Casino et Alcatel Optronics seront retirées des indices.

Par pays, le Royaume-Uni et les Etats-Unis seront parmi les principaux bénéficiaires de cette repondération tandis que la France et l'Allemagne en seront les grands perdants.

L'impact immédiat sur les marchés de ces vastes mouvements de portefeuilles reste difficile à appréhender. Il semble que relativement peu de gérants aient d'ores et déjà anticipé les ajustements nécessaires. Selon les estimations, seulement la moitié environ des arbitrages nécessaires auraient déjà été effectués. *"Beaucoup d'investisseurs institutionnels sont restés attentistes et ont choisi d'ajuster leurs positions au dernier moment,* explique un intervenant. *La forte baisse des marchés après le 11 septembre et leur volatilité persistante a en effet incité bon nombre d'entre eux à attendre dans la crainte d'être pris à contre-pied par le marché en achetant ou en vendant trop tôt et donc de s'écarter de leur indice de référence."* Toutefois, l'équipe de recherche dérivés actions de BNP Paribas Equities souligne que si l'anticipation des ajustements ne s'est pas encore concrétisée, elle devra le faire dans les jours à venir car la liquidité risque de ne pas être suffisante le 30 novembre au soir, même si les fonds spéculatifs apportent un peu de liquidité. Le bureau d'études ajoute que les actions sortantes des indices, qui ont des capitalisations plus petites et une plus faible liquidité, vont engendrer des volumes conséquents équivalents en moyenne à plus de 15 jours de trading "normal". Elles devraient donc être négociées rapidement. Mais au-delà d'un impact très probable sur les volumes d'affaires, les intervenants ne se risquent pas à formuler des pronostics sur l'impact à la hausse ou à la baisse des ajustements sur les cours des valeurs. Ainsi, si Renault semble avoir bénéficié en début de semaine de prises de positions liées à son entrée dans les indices MSCI, le titre enregistre ce jeudi sa deuxième séance consécutive de baisse. *"Les arbitragistes et certains fonds spéculatifs ont pris ou prennent des positions inverses à celles que devront prendre les gérants, ce qui contrebalance l'effet directement lié aux ajustements de pondération",* prévient un opérateur.

Caroline Lechantre

7) Le coût de la diversification : cas de Lagardère

UBS Warburg maintient sa recommandation conserver sur Lagardère suite à la publication de résultats 2001 sans réelles surprises. Le résultat opérationnel, en hausse de 9% à 353 millions d'euros, est en ligne avec les estimations du broker et du consensus. Le broker souligne que la croissance provient essentiellement des activités de distribution alors que les activités purement media étaient en baisse. Il ajoute que la progression du résultat d'exploitation est essentiellement le fait des économies de coûts. "Ces éléments mettent en relief la sensibilité de Lagardère à la baisse du marché publicitaire et la forte diversification du groupe qui justifie une décote de conglomerat de 30%", relève UBS Warburg. L'intermédiaire souligne enfin que Lagardère n'attend pas d'amélioration du marché publicitaire avant fin 2002, ce qui contraste avec le message positif de TF1 qui selon le broker n'était pas solide.

8) Les rachats d'actions se généralisent

STRATEGIE Comment décrypter les rachats d'actions ?

Groupe Textile, CNP... quelques noms de sociétés ayant annoncé ces dernières semaines un programme de rachat d'actions. Au total, un club d'environ 200 membres depuis janvier. Que sous-entendent de telles annonces et quel est l'impact pour l'actionnaire ? Patrice Penet, gérant actions à CPR Gestion, vous répond.

Le 10 mai dernier la Cob a de nouveau assoupli ses règles d'encadrement du rachat d'actions, notamment en matière d'information. Qu'en pensez-vous ?

Patrice Penet : "Les autorisations étaient en effet très lourdes. L'allègement (dispense pour des volumes limités à 0,5 % du capital, choix dans le moment d'établissement de la note d'information...ndlr) devrait profiter surtout aux sociétés cotées au Nouveau Marché, puisqu'il accroît leur réactivité aux fortes variations de cours." **En 2000, 414 programmes de rachats d'actions ont été visés par la Cob, soit 75% des sociétés cotées. Pourquoi autant d'entreprises ont-elles recours à ces pratiques ?**

P.P : "Il existe de nombreux motifs conduisant les sociétés à procéder au rachat de leurs propres actions. Certaines, à l'instar du constructeur automobile Peugeot , qui a annoncé en mai le rachat de 10% de son capital, le font parce qu'elles ne trouvent pas à employer l'intégralité de leur cash flow, celui-ci s'avérant certaines années bien supérieur à leurs investissements. Pour d'autres, c'est l'occasion de profiter de la faiblesse conjoncturelle de leur titres pour le soutenir. De cette manière, les sociétés indiquent aux investisseurs qu'elles sont confiantes dans leur avenir. Le rachat d'actions constitue également une arme de défense anti-OPA. Grâce au contrôle élargi de leur flottant, elles se mettent à l'abri de ces assauts. Par le rachat, les entreprises recherchent aussi souvent un financement à bon compte des futures acquisitions par échange de titres ; comme ce fut le cas lors de la fusion Vivendi-Seagram , le groupe de communication français ayant repris une partie des actions de la famille Bronfman, actionnaire majoritaire de Seagram. Enfin, cette pratique tend à se généraliser chez les groupes souhaitant

distribuer des stocks-options à leurs collaborateurs, au lieu d'émettre de nouvelles actions."

Quelle interprétation faites-vous des annonces de rachats d'actions ?

P.P : "Pour les gérants, le rachat d'actions est généralement vécu comme un signal positif, pour deux raisons. La première est qu'il constitue un indicateur de la bonne santé financière de l'entreprise, dans la mesure où ces opérations peuvent porter sur des sommes importantes. La seconde est que nous sommes rassurés de savoir qu'il peut y avoir un gros acheteur garant de la stabilité des cours en cas de trop forte variation, même si cette pratique n'est pas systématique. Mais il ne faut pas pour autant tirer de généralité quant à l'issue positive de ces rachats d'actions. Doivent entrer en ligne de compte à la fois les conditions ayant motivé le rachat et le prix de son exécution. Or, ces derniers mois, beaucoup de sociétés du Nouveau Marché, dont le cours était particulièrement chahuté, ont eu recours à cette méthode de stabilisation. L'ennui, c'est que certaines ont tout de même racheté à prix fort, ce qui risque de générer des pertes futures si les cours ne reviennent pas à des niveaux suffisants." **Dans ces conditions, comment doivent se positionner les actionnaires?**

P.P : "Tout dépend du devenir de ces actions, selon que l'entreprise décide de les donner, de les remettre sur le marché au plus haut ou de les garder. Dans ce dernier cas, qui peut déboucher sur une annulation des actions rachetées, l'achat est généralement créateur de valeur pour l'actionnaire dans la mesure où le nombre d'action diminue à bénéfice constant."

Propos recueillis par S.H

focus-boursorama@finance-net.fr

Bibliographie

- Aghion P., Bolton P., (1992), " An incomplete contracts approach to financial contracting ", *Review of Economic Studies*, vol 59, n°3, juillet, pp.523-546.
- Akerlof G., (1970), "The markets for " lemons " : Quantitative uncertainty and the markets mechanism", *Quarterly Journal of Economics*.
- Albert M., (1994), "L'irruption de la corporate governance ", *Revue d'Economie Financière*, n°31, hiver, pp.11-14.
- Alchian A., Demsetz H., (1972), " Production, information costs and economic organisation", *American Economic Review*, vol.62, n°5, pp.777-795.
- Allegret J.P. Baudry P., (1996), "La relation banque - entreprise: Structures de gouvernance et formes de coordination", *Revue Française d'Economie*, vol.XI, n°4, automne, pp.3-36.
- Aoki M., (1990), "Towards an economic model of the japanese firm", *Journal of Economic Literature*, n°28, pp.1-27
- Aoki M., (1994), "The japanese firm as a system of attributes : a survey and research agendas" in Aoki M et Dore R (eds) *The japanese firm: sources of competitive strength*, Oxford University Press, Oxford
- Bancel F., (1997), *La gouvernance des entreprises*, Economica, 111 p.
- Bagnani E.S., Milonas N.T., Saunders A., Travlos N., (1994), « Managers, owners, and the pricing of risky debt : An empirical analysis », *Journal of Finance*, vol 46, n°2,

pp.453-477.

Bauer M., Cohen E., (1981), *Qui gouverne les groupes industriels ?* éditions du Seuil, 285p.

Bauer M., Bertin-Mouroit B., (1997) « Administrateurs et dirigeants du CAC 40 : des logiques d'autocontrôle au coeur du gouvernement d'entreprise », colloque de Paris sur La corporate governance p.84, repris dans *Sociétal*, n°17, mars 1998, p.29-34.

Baysinger., Kosnik ., Turk ., (1991), "Effects of board and ownership structure on corporate R & D strategy", *Academy of Management Journal*, vol.34, pp.3-36.

Baverez N., (1998), « Etrange capitalisme à la française », *Sociétal* n°17, pp.29-34

Berle A., Means G., (1932), *The modern corporation and private property*, Macmillan, New York

Belleville R., (1998), Le déclin historique des participations croisées, *Les Echos*, 08 décembre, pp.I-VIII.

Bellon B., (1980), *Le pouvoir financier et l'industrie en France*, éditions du Seuil, 270 p.

Berglof E., (1998), « Reforming corporate governance : redirecting the europeanagenda », *Economy Policy*, pp.93-123.

Berle A., Means G., (1932), *The modern corporation and private property*, Macmillan, New York

Berkovitch E., Israel R., (1996), "The design of internal control and capital structure", *The review of Financial Studies*, vol.9, n°1, printemps, pp.209-240

Berstein S. et alii., (1987), *Dictionnaire d'histoire économique de 1800 à nos jours*, Hatier, 616 pages

Beytout N., Belleville R., (1998), Le déclin historique des participations croisées, *Les Echos*, 08 décembre, pp.I-VIII

Bhattacharya S., (1980), Non dissipative signaling structure", *Quarterly Journal of Economics*, vol.95, n°1, pp.1-24.

Blair M., (1995), *Ownership and control*, Washington, D.C

Bolton P., Von Thadden E.L ; (1998), « Liquidity and control : A dynamic theory of corporate ownership structure », *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, vol 154, pp.177-211.

Brickley J.A., Lease R.C., Smith C.W., (1988), " Ownership structure on anti takeover amendments ", *Journal of Financial Economics*, n°20, pp.267-291.

Brousseau E., (1989), "La théorie des contrats: une revue", *Revue d'Economie Politique*, n°103, janv-fev, pp.1-82.

Brown C., Reich M., (1997) « Micro-macro linkages in high-performance employements systems », *Organisations Studies*, Vol 18, n°5 pp765-781.

Byrd J., Parrino R., Pritsch G., (1998), « Stocholder manager conflicts and firm value », *Financial Analysts Journal*, vol 54, n°3, p.16, (pp.14-30)

Castanias R.P., Helfat C.E., (1992) "Managerial and windfall rents in the market of corporate control", *Journal of Economic Behavior and Organisation*, vol.18,

Charreaux G., (1991), "Structure de propriété, relation d'agence et performance financière", *Revue Economique*, vol.42, n°3, pp.521-552

- Charreaux G., Pitol-belin J.P., (1992), "Le Conseil d'Administration lieu de confrontation entre dirigeants et actionnaires ", *Revue Française de Gestion*, n°87, janv-fev, pp.84-92
- Charreaux G., (1994), "Conseil d'administration et pouvoir dans l'entreprise", *Revue d'Economie Financière* n°31, hiver, pp.49-79
- Charreaux G., (1996), "Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises", *Revue Française de Gestion*, nov-déc, pp.50-64
- Charreaux G., Desbrières Ph., (1998), « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance, Contrôle et Gestion*, vol 1 n°2, juillet, pp57-88
- Cho M-H., (1998), « Ownership structure, investment, and the corporate value : an empirical analysis », *Journal of Financial Economics*, n°47, pp.103-121
- Choate G.M., (1997), « The governance problem, asset specificity and corporate financing decisions », *Journal of Economic Behavior and Organisation*, vol 33, pp.75-90
- Cobbaut R., (1994), *Théorie financière*, Economica, 526p
- Coffee J.C., (1991), " Liquidity versus control : The institutional investor as corporate monitor ", *Colombia Law Review*, vol 91, n°6, pp.1277-1368
- Conseil National du Crédit et du Titre (C.N.C.T), « Le bouclage du financement de l'économie et l'intermédiation financière », rapport, exercice 2000, pp219-317
- Courbis B., Froment E., Karlin M., (1991), « Banque et finance », *Encyclopédie Economique*, chapitre n° 44
- Cornell B., Shapiro A.C., (1997), « Corporate stakeholders and corporate finance », *Financial Management*, n°16, pp.5-14
- Dacier P. et alii, (1985), *Les dossiers noirs de l'industrie française*, fayard, 415 pages
- Eck J.F., (1994), *Histoire de l'économie française*, Armand Colin
- Davydoff D., (1994), "Internationalisation de la bourse de Paris et gouvernement d'entreprise", *Revue d'Economie Financière*, n°31, hiver, pp.237-242
- De Angelo H., De Angelo L.E., (1985), "Managerial ownership of voting rights: a study of public corporations with dual class of common stock", *Journal of Financial Economics*, n°14, pp.33-71
- Deffains B., Guigou J-D., (2002), « Droit, gouvernement d'entreprise et marchés de capitaux », *GDR Economie Monétaire et Financière*, Lyon, 6-7 juin, pp.1-34
- Demarigny F., (1994), "Nouvelles formes de fonds propres et gouvernement de l'entreprise", *Revue d'Economie Financière*, n°31, hiver, pp.81-107
- Demarigny F., (1994), "Les investisseurs institutionnels: des investisseurs neutres? ", *Revue d'Economie Financière*, n°31, hiver, pp.109-118
- Demb A., Neubauer F., (1992), *The corporate board*, Oxford university press
- Demsetz H., (1983), "The structure of ownership and the theory of the firm", *Journal of Law and Economics*, vol.26, juin, pp.375-390
- Demsetz H., (1986), "Corporate control, insider trading and rate of return ", *American Economic Review*, vol.76 n°2, mai, pp.313-322

- Denis D.J., Denis D.K., (1994), "Majority owner-managers and organisational efficiency", *Journal of Corporate Finance*, n°1, pp.91-118
- Denis D.J., Denis D.K., Sarin A., (1997), "Agency problems, equity ownership, and corporate diversification", *Journal of Finance*, vol. LII n°1, mars, pp.135-160
- Desbrières P., (1995), *Ingénierie financière*, Itec, Paris
- Dewatripont M., Tirole J., (1992), "A theory of debt and equity : Diversity of securities and management-shareholder congruence", *Quarterly Journal of Economics*, n°109, pp.1027-1054
- Dimsdale N., Prevezer M., (1994), *Capital market and corporate governance*, Clarendon Press, Oxford, XI + 349 p
- Dodd P., Warner J.B., (1983), "On corporate governance: study of proxy contest", *Journal of Financial Economics*, n°11, pp.401-438
- Edlin A.S., Stiglitz J.E., (1992), "Discouraging rivals: managerial rents seeking and economic insufficiencies", *working paper NBER* n°4145
- Fama E.F., (1980), "Agency problem and the theory of the firm", *Journal of Political Economy*, vol.88 n°2, avril, pp.288-307
- Fama E.F., Jensen M.C., (1983), "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, vol.26, juin, pp.301-326
- Ferrandier R., Koen V., (1997), *Marchés de capitaux et techniques financières*, 4^e édition, Economica, 479 p
- Franks J.R., Mayer C., (1996), "Hostil takeovers and the control of managerial failure", *Journal of Financial Economics*, vol.40, pp.163-181
- Freeman R.E., Evan W.M., (1990), « Corporate governance : A stakeholder interpretation », *Journal of Behavioral Economics*, n°19, pp.337-359
- Frydman R., (1992), *L'économie française : croissance et crise*, Editions de l'espace européen, 143 p
- Garrigou A., Lagrange M.P., (1986), *Histoire des faits économiques de l'époque contemporaine*, 2 édition, Dalloz, XXVI+872 p.
- Gary H., (1998), « Strategy innovation and the quest for value », *Sloan Management Review*, winter, pp7-14
- Garvey G.T., Swan P.L., (1994), "The economic of corporate governance beyond the marshallian firm", *Journal of Corporate Finance*, vol.7 n°2, pp.139-174
- Geoffron P., (1997), « Formes et enjeux de la transformation des modèles de corporate governance », *Revue d'Economie Industrielle*, n°82, pp.101-116
- Girard C., (2001), « Une typologie de l'activisme des actionnaires minoritaires en France », *Finance Contrôle Stratégie*, vol 4, n° 3, septembre, pp.123-146
- Goldstein A., (1996), « Privatisations et contrôle des entreprises en France », *Revue Economique*, n°6, pp.1309-1332
- Gomez P.Y., (1996), *Le gouvernement d'entreprise*, InterEditions, Paris, 272 pages
- Gordon L.A., Pound J., (1990), "ESOPs and corporate control", *Journal of Financial Economics*, n°27, pp.525-555

-
- Groenowen J., (1997), « Institutions of capitalisms : american, european, and japanese systems compared », *Journal of Economic Issues*, vol.31, n°2, pp.333-347
- Grossman S., Hart O., (1980a), "Takeovers bids, the free rider problem and the theory of corporation", *Bell Journal of Economics*, vol.11 n°1, printemps, pp.42-64
- Grossman S., Hart O., (1986), "The costs and beneficts of ownership: a theory of vertical and lateral integration", *Journal of Political Economy*, vol.94, pp.691-719
- Gueslin A ., (1992), *L'Etat, l'économie et la société française : XIX, XX siècle*, Hachette Supérieur
- Guillaume P., Lamm P., (1998), L'arrivée en force des capitaux étrangers, *Les Echos*, 08 décembre, pp.I-VIII
- Guillechron, (1986), *la France contemporaine* , Economica,
- Hall P.A.,(1986), *Governing the economy. The Politics of States Intervention in Britain and France*, Oxford, Oxford University Press
- Hamel G.,(1998), « Opinion : strategie and the question of value », *Sloan Management Review*, winter
- Hancké B., (1997), « From one french model to th next : the reorganisation of industry in France during the 1980s », working paper, gate, juin, pp.1-61
- Hansen and Hill, (1991), "Are institutional investor myopic? a times study of four technologies driven industries", *Strategic Management Journal*, vol.12, pp.
- Harris M., Raviv A., (1990), "Capital structure and the informational role of debt", *Journal of Finance*, vol.45, pp.321-349
- Harris M., Raviv A., (1991), "The theory of capital structure", *Journal of finance*, vol.47, pp.297-355
- Hart O., (1983), "The market mechanism as an incentive scheme", *Bell Journal of Economics*, vol.14 n°2, automne, pp.366-382
- Hart O., (1988), "Capital structure as a control mechanism", *Canadian Journal of Economics*, vol.XXI n°3, pp.465-475
- Hart O., (1995), "Corporate governance: some theory and implications", *The Economic Journal*, n°105, mai, pp.678-689
- Hart O., Moore J., (1995), "Debt and seniority : An analysis of the role of hard claims in constraining management ", *American Economic Review*, vol 85, n°3, juin, pp.567-585
- Hart O., (1995), *firms, contracts and financial structure*, Clarendon press, Oxford
- Herzel L., (1990), "Corporate governance throug statistical eyes", *Journal of Financial Economics*, n°27, pp.581-593
- Herzel L., (1993), "Corporate governace", *Pelegrove dictionary*, pp.472--474
- Hill C.W., Jones T.M., (1992) « Stakeholder agency theory », *Journal of Management Studies*, vol 29, n°2, pp.131-154
- Hirshleifer D., Thakor A., (1994), "Management performance, boards of directors and takeovers bidding ", *Journal of Corprate Finance*, n°1, pp.63-90
- Hutton W., (1995), *The state we're in*, Jonathan cape, London

- Jacobs M., (1991), *Short term America: the cause and cure of business Myopia*, Harvard business school Press
- Jensen M.C., Meckling W.H., (1976), "Theory of the firm, managerial behavior, agency costs and ownership structures", *Journal of Financial Economics*, n°27, pp.305 -360
- Jensen M.C., Ruback R.S., (1983), "The market for corporate control, the scientific evidence", *Journal of Financial Economics*, vol.11, pp.5-50
- Jensen M.C., (1983), "Organisation theory and methodology", *Accounting Review*, vol.58, avril, pp.319- 339
- Jensen M.C., (1986), "Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review*, vol.76 n°2, pp.323-329
- Jensen M.C., (1989), "Eclipse of the public corporation", *Harvard business review*, vol.67, pp.61-74
- Jensen M.C., (1993), "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems", *Journal of Finance*, vol 48, n°3, pp.830-880
- Jones T.M., (1980), « Corporate social responsibility revisited, redefined », *California Management Review*, vol 22, n°2, pp.59-67
- Jones T.M., (1995), "Instrumental stakeholder : A sunthesis of ethics and economics ", *Academy of Management Review*, n°20, pp404-370
- Kang J-K., Shivdasani A., (1995), "Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan", *Journal of Financial Economics*, vol.38, pp.29-58
- Kaplan S.N., (1992), "Internal corporate governance in Japan and in the USA: differences in activity and horizon", National Bureau of Economic research, *working paper* n°4065
- Kaplan S.N., (1994), "Top executive rewards and firm performance: a comparison of Japan and the United states", *Journal of Political Economy*, vol.102, n°31, pp.510-545
- Katz J., (1997), « Who should be in charge ? », Federal Reserve Bank of Boston, *Regional Review*, vol 7, n°4
- Kay J., Silberston A., (1995), *The corporate board*, Oxford university press in King M., (1966), *Public policy and the corporation*
- Keasy K., Thompson S., Wright M., (1997), *Corporate Governance : Economic, Management and Financial issues*, Oxford University Press, xii + 308 p
- Kensinger J.W., Martin J.D., (1992), « Stakeholders », *The New Palegrave Dictionnary*, pp.528-529
- Khan A., (2000), « Croissance économique : Le rôle du facteur financier », *Problèmes économiques* n° 2666, 24 mai, pp.19-24
- Kini O., Kracaw W., Mian S., (1995), "Corporate takeovers, firm performance, and board composition" , *Journal of Corporate Finance*, n°1, pp.383-412
- Kleindon and Scott, (1994), "CEO performance, board types and board performance", in Baums, Buxbaum et Hopte (1994), *Institutional investor and corporate governance*, De gruyler
- Kole S., Lehn K., (1997), « Deregulation, the evolution of corporate governance structure, and survival » *American Economic Association Papers and Proceedings*,

- vol 87, n°2, pp.421-425
- Kreps D.M., (1990b), *Game theory and economic modelling*, Claredon Press, Oxford, 195p
- Label R., Raffounier B., (2001), « Les conseils d'administration : convergence des pratiques au niveau international ? », *Problèmes Economiques*, n° 2700, 14 février, pp.20-24
- Laforge M., Dabadji M., (1998), La course d'obstacles du capitalisme familial, *Les Echos*, 09 décembre, pp.I-VIII
- Langtry B., (1994), « Stakeholders and the moral responsibilities of business », *Business Ethics Quarterly*, n°4, pp.431-443
- Larcker D., F., (1983) « The association between performance plan adoption and corporate capital investment », *Journal of Accounting and Economics*, n°5
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W., (1997), « Legal determinants of external finance », *Journal of Finance*, vol 52, n°3, pp.1131-1150
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W., (1997), « Investors protection and corporate governance », *Journal of Finance*, vol 58, octobre, pp.3-27
- Leland H., Pyle D., (1977), "Informational asymmetries, financial structures and financial intermediation", *Journal of Finance*, vol.32, n°2, mai, pp.371-387
- Les Notes Bleues de Bercy (2001), « La nouvelle gestion de la dette de l'Etat », *Problèmes économiques* n° 2712, pp.4-8
- Li David.D., Li S., (1996), "A theory of corporate scope and financial structure ", *Journal of Finance*, vol.51, n°2, juin, pp.691-709
- Majluf N., Myers S., (1984), "Corporate financing and investment decisions when firm have information that investor do not have", *Journal of Financial Economics*, vol.13, n°2, juin, pp.178-221
- Martin K.J., Mcconnel J.J., (1991), "Corporate performance, corporate takeovers and management turnover", *Journal of Finance*, vol.46, n°2, juin, pp.671-687
- Marinet A.Ch., Silem A., (2000), *Lexique de gestion*, 5^e édition, Dalloz, 453 p.
- Maug E., (1997), "Boards of directors and capital structure: Alternative forms of corporate restructuring ", *Journal of Corporate Finance*, n°3, pp.113-139
- Maug E., (1998), « Large shareholders as monitors : is a trade-off between liquidity and control ? », *Journal of Finance*, vol 53, n°1, pp.65-97
- Mayer C., (1988), "New issues in corporate finance", *European Economic Review*, vol.32, pp.1167-1189
- Mayer C., (1996), "Corporate governance, competition and performance", *Economic department of the OECD*, University of Oxford, *working paper* n°34709, 23p
- McConnell J.J., Muscarella C.J., (1985), "Corporate capital expenditure decisions and the market value of the firm ", *Journal of Financial Economics*, n°14, pp.399-422
- McNally W., (1998), « Who win in large stock buybacks- those who sell or those who hold ? », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol 11, n°1, pp.78-87
- Mehran H., (1995), « Executive compensation structure, ownership and firme performance », *Journal of Financial Economics*, vol.23, n°2, pp.163-184

- Merrick D.E., "For who are corporate managers trustees?", *Harvard Law Review* n°45, pp.1140-1161
- Mikkelson W.H., Partch M., (1994) "The consequence of unbundling managers' voting right and equity claims", *Journal of Corporate Finance*, vol.1, pp.175-199
- Milgrom P., Roberts J.C., (1992), *Economics, Organisation and management*, Prentice-Hall
- Modigliani F., Miller M., (1958) « The cost of capital, corporation finance and the theory of investment », *American Economic Review*, n°48, pp.261-297
- Modigliani F., Miller M., (1963) « Corporate income tax and the cost of capital : a correction », *American Economic Review*, n°48, pp.433-443
- Moerland P.W. (1995), "Alternative disciplinary mechanism in different corporate systems", *Journal of Economic Behavior and Organisation*, vol.26, pp.17-34
- Morck R., Shleifer A., Vishny R., (1988), " Management ownership and market Valuation : An empirical analysis ", *Journal of Financial Economics*, n°20, pp.293-315
- Morck R., Shleifer A., Vishny R., (1990), " Do managerial objectives drive bad acquisitions ", *Journal of Finance*, vol 45, pp31-48
- Morin F., Dupuy C (1993), *Le cœur financier européen*, Economica, 96 pages
- Morin F., (1996), « Privatisation et dévolution des pouvoirs, le modèle français du gouvernement d'entreprise », *Revue Economique*, n°6, pp.1253-1268
- Morin F., (1997), « Participations circulaires et gouvernance d'entreprise : le modèle français », dans *corporate governance :les perspectives internationales*, Paris oct, pp.97-116
- Mourgues N., (1993), *Coût du capital et financement de l'entreprise*, Economica, Paris, 378p
- Mtanios R., Paquerot M., « structure de propriété et sous performance des firmes : une étude empirique sur le marché au comptant, le règlement mensuel et le second marché », *Finance, Contrôle, Stratégie*, vol 2, n° 4, pp.157-179
- Murphy K.J., (1985), "Corporate performance and managerial remuneration : An empirical analysis", *Journal of Accounting and Economics*, vol.47, avril, pp.11-42
- Myers S., Majluf N., (1984), « Corporate financing and investment decisions when firms have informations that investors do not have », *Journal of Financial Economics*, n°13, pp187-221
- Myers S.C Robichek A.A., (1965) *Optimal financing decisions*, Prentice-Hall, Foundations of Finance Series
- Noe T.H., Rebello M.J., (1996), « Asymmetric information, managerial opportunism, financing and payout policies », *Journal of Finance*, vol 51, n°2, pp.637-660
- OCDE (1999a), *Principes de l'OCDE relatifs au gouvernement de l'entreprise*, <http://www.oecd.org/daf/governance/principles.htm>.
- OCDE (1999b), *Principes de l'OCDE relatifs au gouvernement de l'entreprise : questions réponses*, <http://www.oecd.org/daf/governance/principles.htm>.
- Pastré O., (1994), "Le gouvernement d'entreprise: questions de méthodes et enjeux théoriques ", *Revue d'économie financière*, n°31, hiver, pp.15-32

- Pearce J.A., Zahra S.A., (1991), "The relative power of CEOs and boards of directors: association with corporate performance", *Strategic Management Journal*, vol.12
- Patat J.P., (1993), *Monnaie, institutions financières et politiques monétaires*, Economica,
- Pearce J.A., Zahra S.A., (1992), "Board composition from a strategic contingency perspective", *Journal of Management Studies*, vol.29
- Persons J.C., (1997), « Heterogeneous shareholders and signalling with share repurchases », *Journal of Corporate Finance*, n°3, pp.221-249
- Petersen M., Rajan R., (1995), "The effect of credit market competition on lending relationships", *Quarterly Journal of Economics*, vol.110, pp.407-443
- Pigé B., (1996), "la probabilité de rotation des P.D.G: une mesure du pouvoir de révocation du conseil d'administration", *Revue d'Economie Politique*, 106(5), sept-oct, pp.889-912
- Pfeffer J., (1998), « Seven practices of successful organisations », *Academy of Management Review*, vol 40, n° 2, hiver
- Pound J., (1988), "Proxy contest and the efficiency of shareholders oversight", *Journal of Financial Economics*, vol.20
- Prahalad C.K., (1994), « Corporate governance or corporate value : rethinking the primacy of shareholder value », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol 7, n°2, pp. 40-50
- Prowse S., (1994), "Corporate governance: comparaison internationale", *Revue d'Economie Financière*, n°31, hiver, pp.119-158
- Rajan R., Winton A., (1995), "Convenants and collateral as incentives to monitor ", *Journal of Finance*, vol 50, n°4, septembre, pp.1113-1146
- Richard B., (1999), « La consanguinité des conseils d'administration en France », extrait d'une étude du cabinet Korn-Ferry International, *le Monde Economique*, 07 septembre, p.VII
- Rivaud-Danset D., Salais., (1992), "Les conventions de financement des entreprises: premières approches théoriques et empiriques", *Revue Française d'Economie*, pp.81-120
- Roe M.J., (1994), *Strong managers, weak owners: The political roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press
- Roe M.J., (1995), "The modern corporation and private pensions: strong managers, weak owners", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol.2, été, pp.111-119
- Rosenstein S., Wyatt J., (1990), "Outside directors, board independence and shareholder wealth", *Journal of Financial Economics*, vol.26, pp.63-90
- Ross S.A., (1977), "The determination of financial structure: the incentive signalling approach", *Bell Journal of Economics*, vol.8, n.1, pp.23-40
- Rubach M.J., Sebor T.C., (1998), « Comparative corporate governance : competitive implications of an emerging convergence », *Journal of World Business*, vol 33, n°2, pp.167-184
- Saint Geours J., (1994), "Les pouvoirs dans l'entreprise et la régulation des marchés

- financiers", *Revue d'Economie Financière*, n°31, hiver, pp.7-10
- Schmidt R.H., (1997), "Corporate governance: the role of other constituencies", *working paper*, paris, 15p
- Sheard P., (1994), "Interlocking shareholdings and corporate governance" in Aoki M., Dore R., (1994), *The japanese firm: the source of competitive strength*, Oxford University Press
- Sheehan T.J., (1994), « To EVAtm or not to Eva : is that the question ? », Bank America Corporation, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol 7, n°2, pp.85-87
- Shleifer A., Vishny R.W., (1989), "management entrenchement: the case of manager specific investment", *Journal of Financial Economics*, vol.25,
- Shleifer A., Vishny R.W., (1997), « A survey of corporate governance », *Journal of Finance*, vol.52, n°2, pp.737-783
- Schmidt V.A., (1996) *From State to Market ? The transformation of business in France*, Cambridge University Press
- Smith A., (1776), *The wealth of nations*, traduction française de Garnier G., (1843), *La richesse des nations*, Paris
- Spat C.S., Sterbenz F.P., (1993), " Incentives conflicts, Bundling claims and the interaction among financial claimants ", *Journal of Finance*, vol 48, n°2, pp.313-529
- Starik M., (1994) Essay, the Toronto conference : Reflexions on stakeholders theory, *Business and Society*, n°33
- Stewart III G. Stewart S., (1994) « EVAtm :fact and fantasy », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol 7, n°2, pp.71-84
- Stiglitz J.E., (1985), "Credit market and the control of capital", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol.17, n°2, pp.133-152
- Stultz R., (2000) « Financial structure, corporate finance and economic growth », *International Review of Finance*, mars, pp.11-38
- Summers L., (1982), "Codetermination in the united states: a projection of problems and potentials", *Journal of Comparative Corporate Law and SEC Reglementation*, pp.155-170
- Sykes A., (1994), " Proposals for a reformed system of corporate governance to achieve internationally competitive long term performance ", in Dismisdale N., Prevezer M., (1994), pp.111-127
- Thompson S. Wrigt M., (1995), "Corporate governance: the role of restructuring transactions", *The Economic Journal*, n°105, mai, pp. 690-703
- Thurnbull S., (2000), « Gouvernement d'entreprise : Théories, enjeux et paradigmes », *Gouvernance Revue Internationale*, Vol 1, n°1, pp.11-43
- Useem M., (1996), "Shareholders as a strategic asset", *California Management Review*, vol.39, n°1, pp.8-27
- Williamson O.E., (1984), "Corporate governance", *Yale Law Journal*, vol.93, n°7, pp.1197-1230
- Williamson O.E., (1988), « Corporate governance and corporate finance », *Journal of Finance*, Vol XLIII, n°3, juillet, pp.567-591

Wiseman R.M., Gomez-Mejia L.R., (1998), « A behavioral agency model of managerial risk taking », *Academy of Management Review*, vol 23, n°1, pp.133-153

Zwiebel J. (1996), “ dynamic capitalist under managerial entrenchment ”, *American Economic Review*, vol 86, n°5, décembre, pp.1197-1215