

Les exigences des actionnaires

En quelques années, la part de l'actionnariat, dit « institutionnel », dans le capital des grandes entreprises françaises s'est considérablement accrue. L'évolution la plus marquante a été la forte montée en puissance des investisseurs institutionnels anglo-saxons, aujourd'hui détenteurs de plus de la moitié du capital des entreprises cotées à la Bourse de Paris. Qui sont ces nouveaux investisseurs, ces fonds de pension gérant les économies des fonctionnaires américains ou des veuves écossaises, dont on parle beaucoup et qu'on voit peu ?

**par Damien Carroz
et Guillaume Texier**

L 7 septembre 1998 : l'action Alcatel perd en une journée 38 % de sa valeur, sans que l'ampleur de ce recul puisse s'expliquer par une évolution fondamentale et brutale de l'entreprise. Les responsables sont vite désignés : il s'agit des actionnaires institutionnels étrangers, à qui des résultats moins bons que prévus et un retard dans l'annonce de ces contre-performances ont fait perdre confiance dans

l'entreprise. Qui sont ces nouveaux investisseurs, ces fonds de pension gérant les économies des fonctionnaires américains ou des veuves écossaises, dont on parle beaucoup et qu'on voit peu ?

En quelques années, la part de l'actionnariat dit « institutionnel » dans le capital des grandes entreprises françaises s'est considérablement accrue. Dans un domaine où le secret des transactions est souvent décisif, il est malaisé de produire des statistiques fiables. Il est cependant très net que les dix dernières années ont vu un net recul des participations de l'Etat-actionnaire et des entreprises, au profit d'acteurs financiers, tels que les banques, les assurances, les organismes de placement collectif, les fonds de pension. L'évolution la plus marquante a été la forte montée en puissance des investisseurs institutionnels anglo-saxons, aujourd'hui détenteurs de plus de la moitié du capital des entreprises cotées à la bourse de Paris.

L'irruption sur les marchés boursiers européens de ces nouveaux actionnaires fait peur. Médias, hommes politiques et syndicalistes s'accordent pour dénoncer leur attitude, guidée par des préoccupations de rentabilité financière et incapable de prendre en compte l'intérêt de long terme de l'entreprise. On leur reproche d'être trop exigeants, trop puissants, trop moutonniers. L'analyse détaillée des modes d'investissement des grands investisseurs français et étrangers laisse cependant entrevoir une réalité plus contrastée. Des actionnaires exigeants certes, mais qui ont développé des circuits d'influence inédits, plus feutrés que bruyants, à l'écart des conseils d'administration et des assemblées générales. Des actionnaires puissants en théorie, mais divisés et incapables d'imposer aux entreprises dont ils possèdent des actions une volonté unique. Des actionnaires moutonniers sans aucun

doute, mais dont le comportement s'explique souvent par un manque d'information sur les entreprises dont ils convoitent les titres.

Exigeants ?

Les investisseurs institutionnels limitent traditionnellement leur participation dans une entreprise à 1 ou 2 %. C'est une façon de diversifier les risques en « ne mettant pas tous ses œufs dans le même panier » ; c'est aussi le moyen de conserver une certaine liquidité pour pouvoir se séparer rapidement d'actions indésirables. Même dans les cas où les actionnaires institutionnels décident de passer outre cette règle et de prendre des parts importantes de capital, il est très rare qu'ils siègent au conseil d'administration ou qu'ils s'expriment en assemblée générale, malgré l'insistance de certains PDG dans ce sens. Les interventions bruyantes au sein des instances dirigeantes dont les médias se font parfois l'écho sont plutôt le fait de fonds spécialisés qui prennent une participation dans l'optique exclusive de faire évoluer la gestion de l'entreprise dont ils ont des actions, mais dont l'envergure financière reste relativement faible au regard de la masse totale des investisseurs institutionnels. La règle générale reste donc le silence. L'investisseur adopte une stratégie de « parieur » qui identifie les bons chevaux et mise de l'argent dessus plutôt qu'une stratégie d'« entraîneur », dont le destin est indissolublement attaché à celui de sa monture.

Une main de fer dans un gant de velours

S'ils pratiquent la politique de la chaise vide, les investisseurs n'en ont pas moins des opinions à donner sur la gestion de l'entreprise. Le temps où les décisions d'achat d'action se prenaient

au simple vu de la courbe du cours de bourse, est révolu. Les institutions financières disposent toutes d'équipes d'analystes, spécialisées par secteur d'activité et dont la mission consiste à disséquer la stratégie d'une entreprise pour décider si son cours de bourse est trop haut, trop bas ou adapté. Disposant d'une vision transversale sur le secteur dont ils ont la responsabilité, ayant accès à une grande variété d'informations sur les entreprises qu'ils traitent, les analystes sont capables de formuler des jugements et de prodiguer des conseils, qui sont repris à leur compte par les gérants de fonds. Ces opinions sont exprimées aux entreprises concernées lors des rares rencontres entre les actionnaires et les dirigeants, c'est-à-dire lors des grands rendez-vous rituels de communication financière : « *road-shows* » d'une part, au cours desquels le PDG présente les résultats de son entreprise à tous les investisseurs d'une place financière donnée ; « *one-to-one* » d'autre part, entretiens individuels entre un des cadres dirigeants de l'entreprise et les représentants d'un actionnaire important, pendant lesquels le dirigeant se voit interrogé sur la stratégie menée par l'entreprise.

Les rencontres d'information financières sont théoriquement à sens unique, puisqu'il s'agit d'informer l'actionnaire. Pourtant, la nature des questions posées, la façon dont elles peuvent être répétées, le ton sur lequel elles sont exprimées constituent pour l'entreprise une information sur ce que veut l'investisseur. Et la force impérative de cette information est d'autant plus importante que derrière elle se profile une possible vente des actions, et donc une chute du cours de bourse. C'est ainsi que certaines entreprises françaises ont décidé de donner de l'importance à la « création de valeur pour l'actionnaire » à la suite de questions répétées sur ce sujet en « *road-shows* ». Dans ce jeu d'influences entre l'investisseur et l'entreprise, rien n'est donc jamais clairement exprimé, mais tout est sous-entendu, contenu dans des interrogations ou dans des remarques anodines. Il n'est pas nécessaire d'être plus explicite, car la menace du « vote avec les pieds » consistant

à sortir du capital de l'entreprise, transforme les interrogations en affirmations sévères et les remarques en ordres.

L'opprimé oppresseur

S'ils expriment leurs volontés en dehors des structures traditionnelles de partage du pouvoir entre les actionnaires et les dirigeants, les investisseurs institutionnels n'en sont pas pour autant moins exigeants. L'arrivée des fonds de pension anglo-saxons sur la bourse de Paris a été au contraire synonyme d'un contrôle beaucoup plus serré des entreprises par leurs actionnaires : exigences de rentabilité du capital très élevées, questions insistantes sur l'opportunité de conserver certaines branches éloignées du « *core business* »... Cette situation, différente de celle qui régnait avant le début des années 80, doit s'analyser à la lumière des contraintes qui pèsent sur les actionnaires institutionnels eux-mêmes : gérant l'argent qui leur est confié par leurs mandataires, notés suivant des critères stricts de rentabilité, soumis de plus à la concurrence âpre que se livrent les « *funds* » entre eux,

les gérants de fonds reportent naturellement la pression qui pèse sur eux sur les entreprises dans lesquels ils prennent des participations. C'est le système de « l'opprimé oppresseur » : la surveillance accrue qui s'exerce sur les entreprises françaises n'est que le reflet de celle qui s'exerce sur leurs actionnaires (voir la figure 1 ci-dessous).

Les demandes exprimées par les actionnaires institutionnels peuvent se répartir suivant deux préoccupations majeures, dont l'intérêt est primordial pour l'investisseur : la préoccupation de rentabilité et la préoccupation d'information. Il est en effet naturel que le gérant de fonds cherche à acheter la meilleure qualité possible pour un prix donné d'une part, et qu'il trouve intéressant de savoir précisément ce qu'il achète, d'autre part. C'est ainsi que les actionnaires souhaitent que les entreprises leur promettent des rentabilités du capital de plus en plus élevées, et qu'elles vendent des activités dont le profit est considéré comme insuffisant. C'est ainsi qu'ils demandent de recentrer les activités autour du « *core business* », pour rendre les structures plus

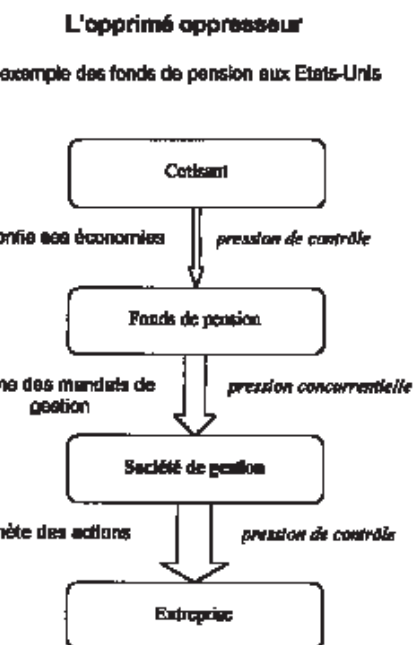


Fig. 1. - Schéma du système de « l'opprimé oppresseur » : la surveillance accrue qui s'exerce sur les entreprises françaises n'est que le reflet de celle qui s'exerce sur leurs actionnaires.

lisibles et les transferts internes de cash-flow moins difficiles à retracer. C'est ainsi, enfin, qu'ils poussent les PDG à leur fournir de plus en plus d'informations et de plus en plus souvent, semestriellement aujourd'hui, trimestriellement demain.

Exigeants, les investisseurs institutionnels le sont donc, suivant des modalités nouvelles mais d'une manière tout aussi - sinon plus - pressante qu'auparavant.

Puissants ?

Faire du bruit est une chose, se faire entendre en est une autre, surtout quand on ne possède qu'un bien faible pourcentage du capital d'une société. S'ils étaient unis, les investisseurs institutionnels seraient à même d'imposer leur pensée et leurs raisonnements aux dirigeants d'entreprises lors des rencontres de communication financière. En réalité, l'armée des actionnaires se présente en ordre dispersé, laissant aux PDG une marge de manœuvre importante. Que l'on s'intéresse aux gérants, qui sont les détenteurs d'actions au sens strict, ou aux analystes, qui les conseillent et disposent d'un pouvoir d'influence

Une bonne idée, si elle n'est pas partagée par la masse des opérateurs, fera perdre de l'argent à ceux qui la défendent

considérable, l'aspect lisse et homogène des choses laisse place, à l'examen, à des tiraillements et des rugosités (voir la figure 2 ci-contre).

A première vue, en effet, la société des acteurs du marché semble aussi diverse et riche en couleurs qu'une promotion de l'ENA. L'analyste type est un homme de moins de trente-cinq ans, de culture anglo-saxonne, gagnant suffisamment pour oublier ses nombreuses heures supplémentaires. En France, tous doivent suivre la formation de la Société française des analystes financiers. Pour renchéir encore dans le constat d'homogénéité, on peut ajouter que les gérants de fonds sont en général d'anciens analystes. Enfin, il est de notoriété publique que tous sont regroupés dans quelques sanctuaires (Manhattan à New York, la City à Londres, le VIIIème arrondissement à Paris) où ils se connaissent les uns les autres, lisent les mêmes revues et fréquentent les

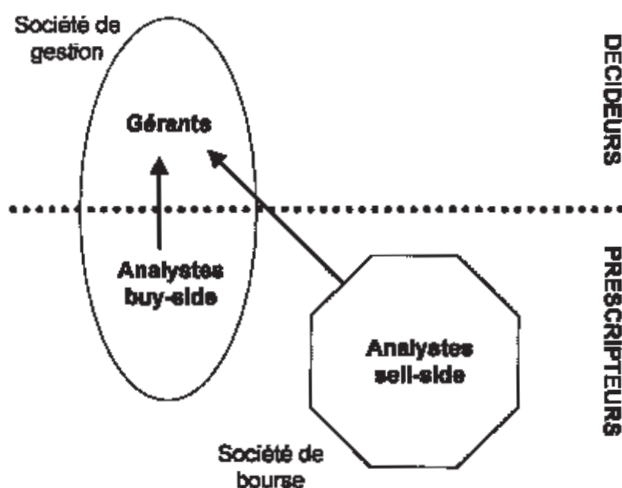


Fig. 2. - Que l'on s'intéresse aux gérants, qui sont les détenteurs d'actions au sens strict, ou aux analystes, qui les conseillent et disposent d'un pouvoir d'influence considérable, l'aspect lisse et homogène des choses laisse place, à l'examen, à des tiraillements et des rugosités.

mêmes tailleurs. L'uniformité du milieu des analystes et des gérants peut laisser penser que le marché est dominé par la pensée unique, que les analystes utilisent les mêmes méthodes d'évaluation, les mêmes critères financiers et n'osent pas s'éloigner de l'opinion générale.

Cette impression est renforcée par l'existence d'un axiome incontournable et souvent rappelé : « on ne peut pas avoir raison contre le marché ». En d'autres termes, une bonne idée, si elle n'est pas partagée par la masse des opérateurs, fera perdre de l'argent à ceux qui la défendent. Dès lors, un dirigeant d'entreprise aurait toujours face à lui, en « one-to-one » ou en « road-show », un seul et même homme qui lui imposerait les dogmes du marché. En fait, les acteurs du marché ont des comportements et des modes de raisonnement beaucoup plus variés que ne le laisse supposer l'image d'Epinal qu'on leur prête.

Des fissures dans la majorité

La diversité s'exprime d'abord paradoxalement dans les méthodes d'analyse elles-mêmes. Malgré des années d'intenses recherches en finances, aucun ratio d'analyse, aucune méthode

d'évaluation des titres ne domine clairement.

L'histoire de l'analyse financière a connu bien des évolutions et des découvertes : on est passé de simples ratios comptables, comme le *Price Earning Ratio* ou PER (rapport entre le prix de l'action et les bénéfices de l'entreprise), à des méthodes plus complexes, faisant intervenir la *cash-flow*, le coût du capital ou la durée d'avantage compétitif de l'entreprise sur ses concurrents. Cependant, malgré tous les efforts de marketing des consultants, aucun ratio ne s'est imposé comme fondamentalement plus performant, et le plus simple, le PER, n'est pas le moins courant. En pratique, un analyste utilise une batterie de ratios, qui n'aboutiront pas aux mêmes préconisations d'achat, et calcule un cours moyen ou laisse au lecteur le choix du ratio et de la méthode.

La diversité passe ensuite par les organisations, moins homogènes qu'on ne pourrait l'imaginer. Les gérants ont par exemple le choix de constituer une force d'analyse interne autour d'eux (on qualifie alors ces analystes de *buy-side*) ou de faire appel aux analystes dits *sell-side*, employés par les sociétés de bourse pour inciter les gérants de fonds à passer des ordres de transaction par leur intermédiaire. La recherche de ces analystes est alors fournie gratuitement aux gérants, et rémunérée indi-

rectement par les commissions sur les transactions : la règle communément acceptée est, en effet, que si un gérant a été convaincu par un analyste, il utilisera les services de *trading* de la société de bourse correspondante.

« On ne peut pas avoir raison contre le marché », mais on essaie...

Mais, au-delà de la diversité structurelle liée à l'imprécision des méthodes d'évaluation et à la variété des structures, la principale force centrifuge des marchés est la concurrence. Concurrence chez les analystes *sell-side* tout d'abord : un gérant reçoit chaque matin sur son bureau une pile de notes de recherche émanant des sociétés de bourse de la place, et rares sont celles qui ne finiront pas directement à la corbeille. Les analystes doivent donc se différencier de leurs confrères pour intéresser un public toujours plus exigeant, et tous les moyens sont bons : titres racoleurs, humour, opinion iconoclaste, aura médiatique ou style particulier. En fait, s'il n'est pas possible d'avoir raison contre le marché, l'imiter aveuglément n'est pas pour autant la solution pour faire des bénéfices maximaux, car cela reviendrait à acheter ou vendre avec un temps de retard. Les gérants recherchent donc les analystes en avance d'une mesure, c'est-à-dire ceux dont l'opinion s'écarte légèrement du consensus général, mais finira par s'imposer.

Les gérants tout autant que les analystes cultivent le sens de la différence pour attirer leurs clients, notamment aux Etats-Unis où le marché de la gestion de fonds est plus structuré et plus concurrentiel qu'en Europe. Les grands détenteurs de capitaux (fonds de pension, sociétés d'assurances, banques...) répartissent en effet leurs capitaux entre différents gérants, à qui ils confient un mandat de gestion et dont ils comparent les résultats. Pour convaincre, les sociétés de gestion ne peuvent pas s'engager sur un rendement minimal par rapport à l'indice de marché ; elles ne peuvent pas non plus véritablement chercher à se distinguer par leurs performances passées, dont il a été vérifié

A la recherche de la meilleure méthode de gestion de fonds

Les fonds indexés se contentent d'investir dans un portefeuille identique à l'indice de référence, comme le CAC 40 ou le SBF 120 et, donc, d'en reproduire les performances.

Les gérants de fonds *value* s'évertuent à rechercher « les perles dans la boue » : à l'aide d'une série de ratios financiers, ils détectent les titres les moins bien valorisés par le marché. Ils analysent alors en profondeur les sociétés correspondantes afin de comprendre pourquoi le marché les évalue moins bien que les entreprises concurrentes et, surtout, afin d'identifier si des événements à venir (nouveaux marchés, changement de direction, lancement de nouveaux produits) sont susceptibles d'améliorer leur cote. Enfin, un portefeuille est constitué à partir des meilleurs candidats en reproduisant les pondérations sectorielles de l'indice de référence.

Les *hedge funds* utilisent une méthode similaire, mais en se concentrant sur quelques titres et en se couvrant par rapport au risque de marché : le risque qu'ils prennent est supérieur, de même que l'espérance de gain. Les investisseurs *growth* se spécialisent dans les sociétés et les secteurs à forte croissance. Ils acceptent de les payer plus cher que ne le feraient leurs collègues *value*, en prenant le pari que le marché sous-évalue actuellement leur potentiel de croissance.

Les quatre styles d'investissement passés en revue ne sont que les plus répandus d'un très grand nombre de variantes : d'autres investisseurs préféreront se concentrer sur les dividendes, les industries cycliques ou le *momentum*, c'est-à-dire la dynamique du cours.

Sur le long terme, aucune méthode ne s'est révélée plus performante que les autres, et sur le court terme, leurs rendements dépendent plus des conditions générales du marché que du savoir-faire des gérants.

Ainsi, il a été très difficile de battre ces dernières années les fonds indexés, alors que ceux-ci ne font pas appel à la recherche financière ; de même, sur les trois dernières décennies, le marché américain a évalué très différemment les valeurs de croissance, affectant ainsi la performance des fonds *growth*.

qu'elles ne présageait que très faiblement de leurs résultats dans le futur. Elles s'attachent donc en contrepartie à faire la promotion de la méthode de gestion dans laquelle ils se spécialisent, *growth*, *value*, *momentum* ou une de leurs multiples combinaisons et variantes (voir l'encadré ci-dessus). Fêru de ce genre d'exercice, chaque gérant dispose d'un argumentaire en couleurs présentant avec force détails sa façon d'investir, et la raison pour laquelle celle-ci est novatrice.

Le marché est ainsi beaucoup plus hétérogène qu'il n'y paraît à première vue, car derrière le leitmotiv « on ne peut pas avoir raison contre le marché » se cachent de multiples stratégies de différenciation commerciale. Que les actions s'échangent à

un prix donné ne signifie, en effet, pas pour autant qu'il y ait un consensus dans le marché sur la valeur du titre, bien au contraire : cela veut dire que le vendeur considère l'action comme sur-évaluée, tandis que l'acheteur pense faire une bonne affaire ; les divergences d'opinion sont nécessaires pour réaliser des échanges et atteindre un équilibre. Les opinions boursières sont donc contradictoires, et la conséquence de

Les grands détenteurs de capitaux les répartissent entre différents gérants, à qui ils confient un mandat de gestion, et dont ils comparent les résultats

cet état de fait est que les actionnaires institutionnels n'ont pas la possibilité de parler d'une seule voix

pour imposer leur point de vue aux dirigeants : la « volonté unanime du marché » est un mythe. Les entreprises ne font pas face à un actionnaire unique, mais à des investisseurs dont les méthodes, les objectifs, et la durée

pendant laquelle ils conserveront leurs actions varient fortement. Une étude de Merrill Lynch a ainsi montré qu'au cours du cycle de la chimie, les investisseurs qui décidaient du prix de l'action Dow Chemicals changeaient, ainsi que leurs préoccupations. Les acheteurs de haut de cycle ne tenant pas le même type de raisonnement que ceux de bas de cycle, il leur est donc impossible de s'entendre pour imposer une même politique à l'entreprise. Des actionnaires puissants donc, mais sans aller jusqu'à la dictature qu'il leur serait permis d'exercer si leurs forces pouvaient s'unir.

Le raisonnement développé plus haut vaut de manière générale : il est peu probable par exemple qu'un investisseur puisse imposer à un pétrolier les pays dans lesquels il doit concentrer son exploration, même s'il a une opinion sur ce sujet. Mais toute règle a ses exceptions et, en l'occurrence, les exceptions sont particulièrement voyantes. Il s'agit, en effet, des « modes boursières », à caractère très spéculatif, semblables sur bien des aspects aux modes vestimentaires, et qui constituent les îlots de consensus dans un marché formé par la rencontre d'opinions divergentes. « Création de valeur », « recentrage sur le *core-business* », « plans sociaux » : autant de mots clés qui font bondir les cours de bourse.

Moutonniers ?

Le phénomène du décrochage de l'action Alcatel, cité au début de cet article, contribue à colporter l'image d'un marché moutonnier : les opérateurs ont réagi de façon identique à l'annonce des résultats, chacun a attendu, observé la réaction du marché et l'a suivie, les ordres de ventes se succédant jusqu'à ce que le titre ait perdu 38 % en quelques heures. Keynes, le premier, a constaté le suivisme des opérateurs de bourse, et l'a lui-même exploité par moments... Selon sa comparaison célèbre, la Bourse est comme ces concours de beauté où il s'agit non pas

de désigner la plus belle femme parmi une série de photos, mais celle qui sera choisie par le plus grand nombre de lecteurs. Les opérateurs ne réagissent alors plus en fonction de leur opinion propre sur un titre, une industrie, une stratégie, mais en fonction de ce qu'ils estiment être l'opinion du marché.

Les « modes boursières » sont un des aspects de ce jeu de miroir. Il s'agit de stratégies d'entreprise, de secteurs d'activité ou encore de thèmes de communication financière qui « ont la cote », c'est-à-dire qui correspondent au courant dominant, à l'opinion générale. Les entreprises qui ont la chance de suivre la bonne stratégie, d'intervenir dans le bon secteur ou de communiquer de la bonne manière jouissent alors d'une santé boursière de fer, car les opérateurs reconnaissent qu'elles satisfont aux canons du marché et anticipent la hausse probable de leur cours, qui devient alors une prophétie autoréalisatrice.

Cet hiver, habillez-vous EVA® !

La création de valeur est un exemple de mode boursière. Concept encore inconnu il y a quelques années des salles de marché françaises, il occupe maintenant le devant de la scène médiatique boursière. Pas un rapport annuel qui ne soit avantageusement agrémenté de nombreuses références à la *valeur actionnariale*, pas un dirigeant qui ne souligne en *road-show* que la valeur pour l'actionnaire est au centre de ses préoccupations. La grande majorité des entreprises, en reprenant avec vigueur ce couplet « *in* », espère répondre aux attentes du marché et voir ainsi son cours de bourse augmenter. Ce tapage soudain autour de la création de valeur est en partie orchestré par les efforts commerciaux des cabinets de conseil, qui proposent différentes

méthodes pour la mesurer. La bataille fait rage entre les prétendants, au point que le plus en vue d'entre eux, le cabinet Stern-Stewart, a cru bon de déposer son indicateur, l'EVA®. En réalité, les mesures de création de valeur sont toutes plus ou moins étroitement fondées sur les travaux des Prix Nobel Merton Miller et Franco Modigliani, et expriment la différence entre la rentabilité de l'entreprise et le rendement attendu par l'actionnaire en fonction du risque encouru.

L'EVA® n'est qu'un exemple parmi d'autres de ces « tendances » qui agitent périodiquement les gazettes boursières. Au vu de ces phénomènes, on est en droit de se demander s'il est prudent de laisser le fleuron de nos entreprises aux mains d'un marché moutonnier, voire irrationnel. Comment faire confiance à des actionnaires qui se laissent séduire par les sirènes de la spéculation sans prendre en compte l'intérêt de long terme d'une entreprise ?

Des moutons pas si bêtes

Pour tenter de répondre à cette difficile question, il nous faut tout d'abord comprendre ce que sont les modes boursières. Elles ont comme point de départ un problème de fond qui se pose au marché à un instant donné. Dans l'exemple de la création de valeur, il est apparu par le passé que la rentabilité des capitaux investis dans certaines entreprises était passée au second plan derrière d'autres considérations, comme la croissance, la diversification, l'intérêt général ou encore des intérêts familiaux, politiques ou sociaux. Dans les années 70 aux États-Unis, des sociétés pétrolières se sont illustrées par des projets de puits de plus en plus profonds qu'elles voulaient justifier par des hypothèses risquées de cours du baril, de l'ordre de 40 dollars. La mode est alors une réponse simple, générique et acceptée par le marché au problème à résoudre. Le concept de création de valeur est ainsi l'occasion de rappeler

aux dirigeants que les capitaux dont ils disposent ont un coût, que les actionnaires prennent un risque en les leur confiant et qu'ils en attendent une rétribution ; la mise en place de l'EVA® dans l'entreprise est une façon simple de garantir aux actionnaires inquiets que les cadres sont sensibilisés à la rentabilité des capitaux de l'entreprise et éviteront à l'avenir les dérives du passé. La mode boursière n'est donc pas aussi futile que son homologue vestimentaire : il s'agit d'une réponse standardisée à un problème bien réel, d'une sorte de « label » de bonne gestion auquel les investisseurs font confiance, et l'univers de la Bourse est finalement moins irrationnel qu'il n'y paraît. Cela ne veut bien entendu pas dire qu'une entreprise doit se plier inconsidérément à toutes les modes, dont l'application n'est parfois pas sans douleur et qui se succèdent à un rythme difficile à suivre. Le recentrage sur le *core business* peut ainsi être considéré à juste titre comme une façon d'augmenter l'exposition d'une société aux risques d'un seul marché, et donc de la fragiliser. Et il peut apparaître un peu trop « *financially correct* » de communiquer exclusivement sur la création de valeur, alors que l'on manque par exemple d'indicateurs de ce type véritablement adaptés aux entreprises de croissance rapide. Est-il possible pour un dirigeant de s'écarter des sentiers battus de la mode et de proposer des solutions originales, sans pour autant être pénalisé par une baisse de son cours de bourse ? L'analyse des comportements des investisseurs institutionnels montre qu'en réalité le respect de la mode n'est pas une nécessité. Certains actionnaires, sans se focaliser sur l'EVA® à court terme, acceptent et apprécient des stratégies industrielles de long terme à condition d'être rassurés sur les fruits à venir. En effet, s'il ne lui est pas indispensable d'entendre la rengaine du moment pour être entendue, une entreprise devra cependant nécessairement structurer sa communication en fonction des thèmes privilégiés par le marché. La mode n'est pas la solution obligatoire, mais ne pas y souscrire ne

dispense pas pour autant de répondre aux préoccupations des actionnaires. Les dirigeants gardent donc une marge de manœuvre dans leur gestion, à condition de savoir expliquer comment celle-ci satisfait aux interrogations et aux exigences du marché.

Savoir parler à ses actionnaires

De ces coups de projecteur sur les actionnaires institutionnels des entreprises françaises et sur leurs comportements, souvent éloignés des stéréotypes répandus, quelle leçon peut-on retenir ? La principale pourrait être que les règles du jeu entre l'actionnaire et les dirigeants de sociétés ont changé et se sont complexifiées, mais sans que cela signifie que les PDG sont maintenant pieds et poings liés face au marché. Une entreprise sachant se vendre trouvera toujours des oreilles pour écouter ses arguments, et des portefeuilles pour acheter ses actions, même si elle s'écarte des standards. L'originalité est en effet, paradoxalement, une caractéristique des plus prisées sur les marchés boursiers, pour peu qu'il s'agisse d'une originalité convaincante.

Mais l'action n'est plus ce qu'elle était. Autrefois denrée de luxe réservée à quelques investisseurs précisément identifiés qui ne la revendaient qu'exceptionnellement, elle est aujourd'hui devenue un produit de grande consommation, ainsi que les volumes échangés quotidiennement sur toutes les bourses du monde en témoignent. Il ne s'agit plus de participer à l'aventure d'une entreprise en achetant une de ses parts, mais d'investir pour faire fructifier une somme d'argent, ainsi qu'on ferait n'importe quel autre placement. L'action a perdu sa singularité et devient maintenant un produit comme un autre. Et il est significatif de constater chez l'actionnaire institutionnel des comportements

qu'on est traditionnellement plus habitué à attribuer à des clients : l'actionnaire exprime son opinion « avec les pieds » en refusant d'acheter (de même que la ménagère mécontente pénalise les mauvaises marques de lessive en ne les achetant pas), il suit des processus de décision complexes et variés selon sa situation et ses préoccupations (de même qu'on peut préférer les lessives « avec adoucissant » ou celles « qui lavent plus blanc »), il est susceptible d'être rassuré par des « labels » (de même que les « enzymes glu-ton » ont pu à une époque constituer un gage de qualité...).

Prenant la mesure de cette évolution, les entreprises françaises semblent avoir fait, à propos de leurs actionnaires, la même découverte qu'elles avaient faite quelques années auparavant à propos de leurs clients. De la même manière qu'on ne propose plus à tous les acheteurs de voitures la même Ford T noire, force est de constater que les actionnaires sont divers, et qu'il importe d'adapter la communication financière d'une entreprise au public que l'on vise. Et de même que les entreprises ne considèrent plus leurs clients comme des obligés à qui elles accordent une faveur, il est dangereux pour elles de mépriser leurs actionnaires, en leur fournissant, par exemple, la quantité d'information minimale. Dans le domaine de la relation avec les actionnaires, les modèles simples ne font donc plus recette. Les grandes entreprises françaises ont pour la plupart pris la mesure de cette évolution, et mis en place des services de communication financière développés qui s'emploient à répondre à ce nouveau défi. ●

RÉFÉRENCES

Le mémoire d'ingénieurs-élèves ayant servi de base à cet article s'intitule « Les exigences des actionnaires ». Il peut être consulté en ligne à l'adresse suivante : <http://www.biogate.com/texier>