

**Les documents d'études sont des documents de travail ;
à ce titre, ils n'engagent que leurs auteurs
et ne représentent pas la position de la DARES.**

« La rédaction de ce document a été achevée en juillet 2000. »

**L'IMPACT DES MARCHES FINANCIERS
SUR LA GESTION
DES RESSOURCES HUMAINES :
UNE ENQUETE EXPLORATOIRE
AUPRES DE GRANDES ENTREPRISES
FRANÇAISES**

*Sabine MONTAGNE, Catherine SAUVIAT**

Avec la collaboration de Jean-Marie PERNOT

N° 42

MARS 2001

Remerciements

La démarche de cette recherche a reposé en partie sur une mission effectuée aux Etats-Unis auprès des différents acteurs de la *pension industry* ainsi que sur des entretiens avec des universitaires, chercheurs, et syndicalistes américains. En France, nous avons réalisé des entretiens auprès de divers responsables des plus grands groupes français, ainsi qu'auprès de responsables de cabinets de conseil, de syndicalistes et de divers acteurs des marchés financiers (représentants des actionnaires, autorités de marché). Qu'ils trouvent ici collectivement l'expression de nos remerciements.

Nous voudrions mentionner également l'aide de Jean-Pierre Ponssard (laboratoire d'économétrie de Polytechnique). Enfin, cette recherche n'aurait pu être réalisée sans un soutien financier de la Dares et a bénéficié des remarques d'Alain Gubian, de Thomas Coutrot et de Rachel Beaujolin. Si nous assumons pleinement la responsabilité du contenu du rapport et de ses principales conclusions, les échanges que nous avons eus avec eux ont contribué à enrichir notre réflexion et notre démarche.

Institut de Recherches Economiques et Sociales

16, boulevard du Mont d'Est – 93192 – Noisy-le-Grand cedex – tel. 01 48 15 18 90

* Sabine.montagne@ires-fr.org, tel. 0148151912 , Catherine.sauviat@ires-fr.org , tel. 0148151913.

SOMMAIRE

I. RÉSUMÉ DE L'ÉTUDE	2
II. PRÉSENTATION GÉNÉRALE	7
III. ÉVALUATION DE L'ENTREPRISE PAR LE MARCHÉ BOURSIER : LE RÔLE DE L'ANALYSE FINANCIÈRE	9
A. Les méthodes d'analyse financière	10
B. La relation salariale dans l'évaluation	19
C. Conclusion	32
D. Bibliographie	33
IV. LES CARACTÉRISTIQUES ET LES COMPORTEMENTS DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS AMÉRICAINS : LES FONDS DE PENSION ET LES <i>MUTUAL FUNDS</i>	35
A. L'épargne-retraite et la puissance financière des fonds de pension américains	37
B. La progression spectaculaire des <i>Mutual funds</i> américains comme réceptacle privilégié de l'épargne salariale et des ménages	43
C. Conclusion	54
D. Bibliographie	57
E. Tableaux	59
V. L'IMPACT DE LA MONDIALISATION FINANCIÈRE SUR LA GESTION SOCIALE DES ENTREPRISES EN FRANCE : QUELQUES RÉSULTATS EXPLORATOIRES	67
A. Les transformations du capitalisme français et le développement d'une économie de fonds propres	68
B. La création de valeur actionnariale, nouveau credo gestionnaire ?	72
C. Les exigences de transparence : un dialogue croissant et très codifié avec les marchés	76
D. Les attentes des investisseurs institutionnels en matière de gestion sociale et la perception qu'en ont les responsables des ressources humaines	79
E. Des systèmes de rémunération et d'allocation des ressources dédiés en fonction des catégories de main-d'oeuvre	85
F. En guise de conclusion : la mondialisation financière, un facteur important mais non exclusif de transformation du rapport salarial	98
G. Bibliographie	102
H. Annexes	104

I. RESUME DE L'ETUDE

Cette enquête exploratoire analyse les mécanismes de diffusion du mode de contrôle des marchés financiers sur la gestion sociale d'un petit échantillon de grands groupes français industriels, financiers et de services. Notre hypothèse de départ est que cette diffusion est façonnée tant par les méthodes d'analyse financière qui guident le comportement des investisseurs institutionnels que par le contexte concurrentiel donné dans lequel les entreprises déploient leurs stratégies et par les autorités gouvernementales et de régulation boursières qui facilitent, par des mesures législatives appropriées, la réalisation de ces objectifs. Ces acteurs répondent chacun à des objectifs spécifiques mais leurs comportements entrent en interaction pour produire, à un moment donné, des représentations communes et finissent par établir de nouvelles règles du jeu économiques et financières.

1. Le rôle du discours technique du marché boursier sur l'entreprise

Compte tenu de la démarche proposée, nous avons choisi dans un premier temps de faire le point sur l'évolution de l'analyse financière au cours des années 1990 et de mesurer la place prise par la gestion sociale dans les préoccupations des analystes financiers. Les principaux résultats de cette étude peuvent être résumés sous la forme d'un paradoxe apparent. Les méthodes d'analyse financière évoluent, au cours des dix dernières années, vers une prise en compte dynamique et à moyen terme des perspectives de l'entreprise au détriment de méthodes purement boursières, statiques et de très court terme. Les analystes financiers, dont les rapports d'analyse constituent la base pour la prise de décision des investisseurs, attachent de plus en plus d'importance à l'activité réelle de l'entreprise, à sa stratégie à moyen terme et aux moyens mis en œuvre pour atteindre les objectifs annoncés, et dépassent ainsi l'horizon « court termiste » qui leur est souvent imputé. Mais simultanément, et de façon apparemment contradictoire, la gestion collective déléguée qui se développe aux Etats Unis et fait émerger des investisseurs institutionnels puissants contribue à une accélération des taux de rotation de portefeuille.

La prise en compte de la gestion sociale dans l'analyse financière semble, elle aussi, évoluer au cours de cette période, quoique de façon plus nuancée. La préoccupation de moyen terme qu'on a relevée chez les analystes leur permet de tenir compte de certains éléments de la gestion de l'entreprise traditionnellement délaissés car ayant des conséquences sur un horizon temporel dépassant largement l'horizon d'évaluation du marché boursier. Il en est ainsi pour la gestion des ressources humaines, quoiqu'elle ne fasse pas l'objet d'un traitement quantitatif chez les analystes opérationnels. On constate en revanche l'existence de projets, publiés dans les revues de professionnels, qui visent à intégrer cette dimension dans l'évaluation quantitative. Enfin, lorsqu'on interroge directement les analystes, ceux-ci reconnaissent que la gestion sociale est un facteur de rentabilité. Cet impact est cependant perçu la plupart du temps en terme négatif : la gestion des ressources humaines est plutôt conçue pour prévenir tout conflit et peu mobilisée pour expliquer un accroissement du produit et de la

rentabilité de l'entreprise sauf en ce qui concerne une fraction des effectifs, les profils qualifiés, techniciens ou managers, supposés apporter une valeur ajoutée décisive.

Cette relative absence de prise en compte de la gestion sociale par l'analyse financière apparaît tout à fait contradictoire avec les pratiques très élaborées de gestion des ressources humaines (RH) que les DRH ont mises en place au cours des années 1990 : les modifications d'organisation du travail, les réductions d'effectifs, l'utilisation optimisée des différentes formes de contrat de travail constituent une préoccupation permanente de l'entreprise pour accroître son résultat opérationnel. Face à cette politique d'entreprise, les analystes sont effectivement directement intéressés par les conséquences de ces opérations de gestion de RH sur la concurrence, les parts de marché, les coûts mais ils ne se placent pas en position d'évaluer la pertinence d'une gestion de RH et font "confiance" aux dirigeants. Ils jugent qualitativement les actions en matière de RH selon un référentiel général diffus et mesurent seulement leurs conséquences chiffrées. Cette apparente contradiction peut s'interpréter soit en supposant que le risque social est complètement diversifié (et seule sa composante macro-économique est observable au niveau du cours), soit en arguant d'un coût élevé de traitement des données sociales, du fait de leur grande complexité.

2. Les comportements des investisseurs institutionnels américains

Dans un second temps, nous nous sommes efforcés de mettre en évidence les comportements des deux types d'acteurs le plus massivement présents au capital des grandes entreprises françaises, les fonds de pension (FP) et les *mutual funds* (MF) d'origine américaine. On montre que les situations institutionnelles et concurrentielles respectives de ces deux types d'institutions financières les conduisent à adopter des styles de gestion d'actif spécifiques et des stratégies distinctes en matière de contrôle des performances des entreprises, donc à exercer une pression différente sur les entreprises.

Les FP américains n'ont pas tous la même contrainte de passif : certains sont tenus de verser des retraites aux bénéficiaires des régimes lorsque leurs salariés partent en retraite et supportent en conséquence le risque de placement de l'épargne accumulée dans le fonds (les fonds à prestations définies). Ils peuvent soit gérer directement cette épargne, soit en déléguer la gestion à des gestionnaires de fonds spécialisés, filiales de banques ou de compagnies d'assurance, etc. Les autres (les fonds à cotisations définies), de plus en plus nombreux, ont choisi de se libérer de cette contrainte et de reporter sur le salarié le risque financier. Ceux-là délèguent en général à des gestionnaires de MF (ou à des gestionnaires indépendants). En conséquence, les FP à prestations définies ont des objectifs de long terme et pratiquent plus volontiers une gestion indexée (notamment les FP du secteur public). En revanche, les gestionnaires de MF ont des horizons de gestion plus courts et recherchent la performance financière pure sans autre considération. Sous la pression de la concurrence interne au secteur et à la réglementation de la *Securities Exchange Commission* (SEC), ces derniers cherchent souvent à « battre le marché » et montrent des taux de rotation de leur portefeuille plus élevés que les

autres acteurs de la gestion d'actifs. Or les gestionnaires de MF ne cessent de gagner des parts de marché de l'épargne retraite institutionnelle. Et leurs pratiques semblent de plus en plus calquées sur celles des *hedge funds*, connus pour leurs comportements de *traders* et leurs placements particulièrement volatils et spéculatifs, dont les techniques se popularisent chez les investisseurs institutionnels.

Les FP les plus importants (notamment ceux du secteur public) ont tendance à gérer de façon indexée. De ce fait, leurs décisions de placement ou de désengagement boursier sont fonction de l'évolution de l'indice choisi. Ils ne peuvent en outre entrer et sortir comme ils l'entendent sans influencer fortement les cours boursiers, compte tenu des montants investis. Cette situation les conduit à donner de la voix plutôt qu'à vendre lorsqu'ils sont mécontents des performances d'une entreprise dont ils détiennent une part du capital. Ainsi, ils participent aux assemblées générales et engagent des batailles de résolution, mais sur des enjeux relativement standards. Cette forme d'activisme a un coût élevé et les résultats en sont peu convaincants. En revanche, les gestionnaires de MF, dont les contraintes de liquidité sont plus fortes que celles des FP, ont des politiques de placement ciblées en fonction des performances des entreprises. Ils ne cherchent pas en général à exercer leurs droits de vote. Ils optent plutôt pour un désengagement rapide en cas de désaccord avec les directions sur lesquelles ils exercent une pression permanente par le biais de contacts systématiques et d'une demande continue d'informations.

3. Les conséquences sur la gestion sociale des entreprises françaises

L'enquête menée auprès de dix entreprises françaises a permis de mieux situer l'influence des marchés financiers. L'enquête confirme que les données sociales sont marginales dans l'échange d'information entre l'entreprise et les financiers mais qu'au contraire, le développement de la "communication financière" entre entreprise et investisseurs constitue l'évolution majeure, sur la période, et la marque la plus visible des changements organisationnels liés à l'immixtion des marchés financiers dans la vie des sociétés cotées. Le thème de la création de valeur est un des supports de cette communication. Il apparaît comme un objet relativement conventionnel à partir duquel les entreprises témoignent de leur « allégeance » aux financiers sans pour autant constituer un réel outil de pilotage interne. Les indicateurs essentiels utilisés restent traditionnellement le BPA (bénéfice par action) et le ROE (retour sur fonds propres), le résultat opérationnel étant quant à lui toujours suivi avec beaucoup d'attention par les deux parties. Cependant, la stratégie générique que véhicule l'EVA, qui passe par un usage parcimonieux du capital, trouve sa traduction en France par des actes bien réels, à savoir la multiplication des rachats d'action, entrepris systématiquement par les entreprises du CAC 40 depuis deux ans.

Si la gestion sociale est relativement absente de la communication financière, il n'en reste pas moins que certaines politiques sociales sont les bienvenues auprès des financiers. Mais ce sont surtout les

systèmes de rémunérations qui leur importent, puisque ceux-ci influencent directement la formation du résultat. Les financiers sont essentiellement attentifs à deux aspects : la part variable de la rémunération liée aux performances et la politique vis-à-vis des experts ou des managers, en matière de recrutement, de rétribution et de rétention, parce que ceux-ci sont considérés comme des ressources critiques, en particulier dans certains secteurs de haute technologie ou dans des secteurs oligopolistiques. De façon générale, les réformes visant à aligner les systèmes de RH sur le modèle américain sont très appréciées des investisseurs. La loi sur les 35 heures et sa mise en œuvre préoccupent les analystes en terme de coût bien qu'ils apprécient le potentiel de flexibilité contenu dans le dispositif.

En matière de rémunération, l'évolution majeure concerne deux types de population : les cadres dirigeants membres du comité exécutif et les cadres responsables d'unité opérationnelle ou centre de profit. Outre l'allocation de stock options qui s'avère être extrêmement sélective (tous les cadres dirigeants ne sont pas concernés), la rémunération en fonction des performances s'est généralisée. Cette part variable du salaire est liée aux performances individuelles et à celles du groupe ; elle est souvent assortie d'objectifs à atteindre fixés *ex ante*, généralement négociés avec l'intéressé. Ces objectifs sont exprimés selon le degré hiérarchique en terme de ROCE (pour les niveaux hiérarchiques élevés ayant une maîtrise sur l'utilisation des capitaux propres) ou en terme de résultat opérationnel (pour les niveaux hiérarchiques n'ayant pas cette responsabilité). La prime est exprimée en pourcentage de l'objectif atteint. Le montant absolu de la prime peut atteindre jusqu'à 50% de la rémunération pour les cadres dirigeants. Pour les cadres moyens et les non cadres, la part variable du salaire reste faible et l'évaluation est basée sur des performances directement liées au marché des produits. Pour la majorité des salariés, elle se limite aux formules de participation, d'intéressement et de plans d'épargne d'entreprise (PEE) qui ont connu une accélération ces dernières années.

Cette évolution des rémunérations est récente et les règles se sont systématisées depuis trois ans environ. Cette évolution semble dictée par des transformations en provenance des marchés de biens et services (mondialisation des marchés et de la concurrence) plutôt que des marchés de capitaux. C'est en effet la concurrence qui contraint les entreprises à : 1) rationaliser en réduisant les effectifs, 2) reconfigurer leur périmètre d'activité en se recentrant sur certains métiers et croître sur ces segments au travers d'une stratégie de spécialisation et de concentration. Si la gestion sociale a changé, c'est donc d'abord parce que l'activité de ces groupes a été, dans certains cas, radicalement renouvelée au cours des années 80 (passage d'une activité industrielle à une activité de services, conquête de nouveaux segments d'activité). Mais une seconde transformation apparaît au cours des années 90 : la stratégie de croissance spécialisée pousse les groupes à développer leurs acquisitions à l'étranger, en particulier sur le marché américain. C'est à partir de cet enchaînement, conception mondialisée (et non plus internationale) et acquisitions étrangères, que les pratiques de ressources humaines sont remises en cause. D'une part, la conception mondiale de la production et du marketing conduit à

redéfinir la mobilité des cadres : un cadre est désormais mobile à l'intérieur d'une zone géographique multipolaire et non plus en fonction d'une relation polarisée au pays du siège social. Il est embauché aux conditions locales sans bénéficier du statut de l'expatriation. D'autre part, les acquisitions de filiales anglo-américaines font entrer les pratiques de rémunérations de ces pays dans le référentiel des RH françaises. Cette pénétration modifie profondément les systèmes de rémunération des cadres concernés par la mobilité. Ainsi, de la même manière que la France n'est plus la référence centrale pour le marché des produits, la gestion traditionnelle des RH ne peut plus être la référence pivot. Tandis que la majeure partie de la main-d'œuvre est gérée aux conditions nationales locales, les cadres dirigeants ou responsables, largement mobiles, voient leur système de rémunération s'homogénéiser sur le modèle anglo-américain. Les cadres dits à haut potentiel, même s'ils ne sont pas encore responsables d'unités, sont traités sur le même modèle. Enfin, un troisième facteur d'homogénéisation des rémunérations est identifiable : il s'agit d'un phénomène de mimétisme sectoriel qui se rencontre dans les secteurs oligopolistiques. Le faible nombre de concurrents présents sur une zone géographique assez large semble accroître la tendance au débauchage des cadres réputés. Pour conserver ce type de personnel, les groupes s'alignent sur des pratiques de rémunération qui s'uniformisent. Finalement, l'adoption de pratiques de gestion sociale venues du monde anglo-américain semble plus relever d'un besoin général d'intégration des équipes d'encadrement que d'un désir de répondre ou de complaire au marché financier, ce dernier restant quasiment muet sur la question des ressources humaines et de sa gestion.

Si donc la mondialisation financière joue un rôle non négligeable dans les modifications du rapport salarial, ce rôle n'est souvent qu'indirect et il serait abusif de lui en attribuer la paternité exclusive. Une autre dynamique a sans doute contribué, pour une part tout aussi importante, à reconfigurer cette relation salariale. Elle concerne les processus économiques, en premier lieu la concentration du capital, ainsi que les mesures de libéralisation des échanges et de l'investissement direct qui ont bouleversé les conditions de la concurrence en décloisonnant, dans un nombre croissant de secteurs, les oligopoles nationaux et en constituant un champ proprement global d'affrontement concurrentiel oligopolistique entre les grands groupes industriels, de service et financiers (à des degrés d'avancement divers selon ces secteurs). Tel est le constat qui ressort massivement de cette enquête.

II. PRESENTATION GENERALE

Ce rapport rend compte d'une recherche effectuée entre janvier 1999 et juin 2000. Son objet était de mieux comprendre les mécanismes de diffusion du mode de contrôle des marchés financiers sur la gestion sociale des grandes entreprises françaises. Autrement dit, le projet se proposait d'étudier des liens entre la mondialisation financière et son impact sur la gestion des ressources humaines dans les entreprises. L'une de nos hypothèses de base était que la pénétration massive d'investisseurs institutionnels anglo-américains dans le capital des entreprises françaises se traduisait par des exigences accrues en matière de rentabilité du capital, trouvant leur traduction dans les politiques de rémunération et de gestion de l'emploi de ces groupes. La question posée était alors de savoir jusqu'où ces actionnaires pouvaient-ils aller dans la normalisation et l'alignement de la gestion des entreprises françaises sur celles de leurs homologues anglo-américaines, dans un contexte réglementaire différent, en particulier pour ce qui concerne le fonctionnement du marché du travail dont les conventions et fondements institutionnels s'enracinent largement dans des traditions nationales ?

La problématique générale a reposé sur une conception large de la mondialisation financière, qui ne se borne pas aux seuls comportements des investisseurs institutionnels. Elle est fondée sur l'hypothèse que ce ne sont pas les seuls acteurs des changements dans les pratiques de gestion des entreprises. Si en effet les normes de rentabilité exigées et les méthodes utilisées pour les mesurer émanent de ces derniers, elles sont également façonnées par le contexte concurrentiel donné dans lequel les entreprises déploient leurs stratégies et par les autorités gouvernementales et de régulation boursières qui facilitent, par des mesures législatives appropriées, la réalisation de ces objectifs. Les acteurs de la mondialisation financière sont donc tant les gouvernements et les autorités boursières que les entreprises et les investisseurs institutionnels, dont les comportements et les objectifs spécifiques interagissent pour aboutir, à un moment donné, à l'élaboration de représentations communes et de nouvelles règles du jeu économiques et financières.

La méthode proposée a reposé sur une série d'entretiens non directifs : 1/ avec les analystes financiers, producteurs et relais des règles d'évaluation qui font consensus sur les marchés financiers et avec des responsables de cabinets de conseil qui s'en font l'écho ; 2/ avec les acteurs de la *pension industry* aux Etats-Unis ; 3/ enfin, avec les responsables d'un petit échantillon de grandes entreprises françaises (dix entreprises au total).

Dans une première phase, nous nous sommes efforcés d'analyser l'évolution du corpus des méthodes et des procédures utilisées par les analystes financiers en France pour se représenter la valeur de l'entreprise. Ces professionnels sont en effet devenus des interlocuteurs incontournables pour cette dernière. Ils incarnent le jugement consensuel porté par le marché financier sur son évaluation. Leurs techniques d'analyse sont donc centrales à la compréhension de la façon dont ils se représentent collectivement une entreprise et dont ils apprécient éventuellement sa gestion sociale. On pose

notamment la question de leur capacité à intégrer la relation salariale dans leurs analyses. Puis l'on examine, à travers les études empiriques sur les réactions des cours boursiers à certains changements dans les pratiques de gestion sociale des entreprises, l'existence d'une sensibilité des acteurs financiers à ces événements et sa prise en compte dans l'appréciation qu'ils font de l'entreprise.

Dans une seconde phase, nous avons cherché à identifier les comportements des investisseurs institutionnels dans un environnement réglementaire et concurrentiel donné. Nous avons privilégié l'étude des fonds de pension et des *mutual funds* américains (les deux étant d'ailleurs souvent confondus), parce que ce sont ces acteurs qui figurent en bonne place au capital des plus grandes entreprises françaises¹. A cette fin, nous avons mené une série d'entretiens en France et aux Etats-Unis, auprès de ces acteurs financiers, pour chercher à déterminer quels étaient leurs objectifs de placement financier et leurs stratégies vis-à-vis des entreprises dont ils détiennent des titres, en termes de « gouvernement des entreprises » et de contrôle de leurs performances.

Après avoir analysé les méthodes d'analyse financière mises en œuvre par ces investisseurs institutionnels et les logiques qui gouvernent leur politique de placement et de « contrôle » de l'entreprise, aux Etats-Unis et à l'étranger, nous avons, dans une troisième phase, opéré un « retour » sur les spécificités du « capitalisme français » et sur les changements manifestes au sein des entreprises françaises. A partir d'entretiens effectués auprès de responsables de quelques grands groupes au niveau de la direction générale, de la direction financière ou de la communication financière et de la direction des ressources humaines, nous avons tenté d'identifier les impacts, directs et indirects, de cette mondialisation financière sur la gestion des groupes concernés, notamment sur leurs systèmes de rémunération et de gestion de la main-d'œuvre. Nous nous sommes posés la question de savoir quel était le contenu du dialogue que l'entreprise établit avec le marché financier, notamment dans sa dimension sociale, et comment les responsables des ressources humaines percevaient, à leur niveau, les attentes des investisseurs institutionnels ?

Cette recherche a un caractère très largement exploratoire et ne prétend aucunement à l'exhaustivité, ni à la généralisation de ses conclusions. Elle met en évidence certaines pistes de recherche qu'il conviendrait de creuser de manière plus systématique, notamment auprès des entreprises françaises, à partir de la constitution d'un échantillon plus large et plus raisonné, en particulier au niveau des choix sectoriels.

¹ Depuis le début de cette étude, il faut d'ailleurs noter une certaine évolution dans cet actionnariat avec la présence croissante d'investisseurs institutionnels européens.

III. EVALUATION DE L'ENTREPRISE PAR LE MARCHE BOURSIER : LE ROLE DE L'ANALYSE FINANCIERE

L'analyste financier a acquis en quelque années un rôle vedette au sein de l'industrie financière et est devenu un interlocuteur important de l'entreprise. Il est central dans l'élaboration du jugement que porte le marché financier sur l'entreprise et mérite à ce titre une attention particulière au sein de la présente étude. Ce chapitre est donc consacré aux techniques d'évaluation qui constituent l'outil spécifique des analystes. Ces techniques sont au cœur du système de représentations que les marchés financiers utilisent pour juger l'entreprise. Dans une seconde partie, on pose la question de la place de la gestion de la main-d'œuvre dans l'appréciation du marché boursier. Alors que l'analyse financière témoigne d'une incapacité à intégrer explicitement la relation salariale, les résultats empiriques d'évolution du cours boursier prouvent un impact réel de la gestion sociale sur l'appréciation des acteurs financiers.

A. LES METHODES D'ANALYSE FINANCIERE

Parmi les vecteurs d'influence du marché boursier sur les entreprises, il en est un qui revêt une grande importance opérationnelle : l'analyse financière. En effet, c'est à travers elle que les marchés jugent quantitativement l'entreprise. L'analyse financière permet de déterminer un prix de l'entreprise au vu des critères des acteurs financiers, c'est à dire au vu des possibilités de gains, soit sous forme de plus value, soit sous forme de cash. Mais l'utilisation de cet ensemble de méthodes a progressivement dépassé le strict champ du marché financier puisqu'il est aujourd'hui pratiqué par l'entreprise elle même, pour s'auto-évaluer et définir sa propre stratégie. Ces nouvelles méthodes d'évaluation financière se sont d'abord déployées aux Etats Unis et ont été adoptées par le marché français à partir des opérations de privatisations (1993).

Cette section fait le point sur l'évolution historique des méthodes utilisées et tente de montrer comment les méthodes se sont transformées et s'attachent de plus en plus à évaluer les perspectives à moyen et long terme de l'entreprise alors même que les investisseurs font tourner plus rapidement leur portefeuille qu'autrefois (voir chapitre IV).

1. Evolution des méthodes : d'une approche par critères boursiers à une évaluation à long terme des fondamentaux

L'analyse financière a connu deux tournants liés à deux tendances historiques : d'une part, le rôle croissant joué par les marchés financiers dans le financement des entreprises au détriment des banquiers et d'autre part, l'arrivée des investisseurs anglo-américains sur le marché français.

Dans le premier cas, l'objectif et les préoccupations des uns et des autres étant différents, les méthodes d'appréciation de l'entreprise ont évolué [Husson, 1996]. On est ainsi passé de banquiers soucieux de la solvabilité des entreprises à des analystes financiers non bancaires soucieux de rentabilité. L'attention s'est donc déplacée du passif historique du bilan à l'actif prospectif du bilan.

La seconde évolution a renforcé les pratiques d'évaluation de flux futurs. Les déterminants clés d'une activité, aux yeux du marché boursier, sont aujourd'hui les flux futurs qu'elle est capable de dégager et le coût des capitaux qu'elle utilise. C'est donc le différentiel rentabilité-coût des capitaux investis qui est le critère qui préside à la décision de financement, ce que traduisent les concepts d'EVA² et autres labels récemment déposés aux Etats Unis. Cette conception moderne est centrée sur l'actionnaire : elle vise à mettre en évidence un surplus de rentabilité au-delà de la rémunération fixée pour tous les partenaires de l'entreprise, surplus qui est considéré comme étant la propriété de l'actionnaire. Dans ce but, il faut identifier les déterminants de ce surplus. Cette approche ouvre la voie à une appréciation à plus long terme de l'entreprise, fondée sur sa capacité productive à générer un bénéfice sur moyen terme.

Cependant, les trois grands types traditionnels de méthodes d'évaluation continuent à être utilisés par le marché boursier : les méthodes patrimoniales fondées sur l'évaluation de l'actif net, les méthodes dite "industrielles", visant à chiffrer la rentabilité, et les méthodes boursières fondées sur le cours de bourse. Le choix de l'une ou l'autre dépend de l'objectif de l'évaluation et des motivations de l'acquéreur : on distingue généralement l'évaluation faite dans le cadre d'un rachat par un opérateur industriel et la définition d'un prix dans le cadre d'un échange boursier. L'approche patrimoniale conviendrait plus à l'opérateur industriel et l'approche boursière serait utilisée pour les transactions boursières. Un tel clivage n'est cependant pas aussi net et le choix des méthodes dépend aussi du profil de l'entreprise : activité cyclique, intensive en capital, etc.

On décrira succinctement ces trois ensembles afin d'en dégager la philosophie et l'objectif et d'en estimer l'impact sur l'entreprise. On décrira ensuite l'évolution constatée quant à leur utilisation.

a) Les méthodes de base

i) L'approche patrimoniale est relativement statique et s'attache à estimer une valeur de liquidation (pour le vendeur) et une optique de "reconstitution" pour l'acheteur. Elle considère l'entreprise comme un fonds de commerce, un stock de monnaie et un outil de production qu'il s'agit de valoriser. L'indicateur obtenu est une valeur monétaire de l'entreprise. Cette approche est encore relativement utilisée, en particulier pour les introductions en bourse. Elle a par exemple été utilisée lors de la privatisation de la Seita et de Elf Aquitaine. Développée depuis les années 60, elle s'est approfondie et tente aujourd'hui de rendre compte non seulement la valeur de l'actif (actif net réévalué) mais aussi, à travers le *goodwill*, la capacité bénéficiaire de l'entreprise. Ce dernier est en effet constitué de la différence entre le bénéfice net de l'entreprise et la rémunération obtenue par le placement au taux

² Le terme EVA (economic value added) est une marque déposée par le cabinet Stern & Steward. Mais il est souvent utilisé pour décrire les méthodes qui comparent le rendement opérationnel (retraité) au rendement financier attendu par le marché (coût des capitaux).

risqué de l'actif net réévalué. Ce *goodwill* est une sorte de superprofit qui permet d'introduire dans un corps de méthodes anciennes la notion actuellement très en vogue du retour sur capitaux utilisés ainsi que la notion du taux risqué dans l'actualisation, que l'on retrouve dans les autres corps de méthodes.

ii) L'approche de rentabilité considère, par contraste, l'entreprise comme un investissement dynamique. Il s'agit alors d'évaluer les revenus futurs qu'elle sera capable de dégager et dont pourra profiter l'acheteur. L'indicateur obtenu est une valeur actualisée de l'entreprise. Le principe est d'actualiser les flux disponibles dégagés par l'exploitation courante, i.e. les excédents nets de trésorerie annuels après financement des investissements d'exploitation. Simple dans son principe, elle pose, dans son application, quelques difficultés : la valorisation de l'entreprise doit être découpée en périodes de temps car la prévision des revenus ne peut être pareillement précise au cours du temps. Généralement, la prévision sur l'entreprise est précise sur les 5 premières années, puis, jusqu'à la 10^{ème} année, ce sont les perspectives du secteur qui sont utilisées et enfin, au delà, l'évolution économique. Se pose alors le double problème de l'homogénéité du calcul au sein d'une même période et de la relation entre les périodes.

iii) L'approche boursière consiste à définir un prix boursier de l'entreprise par référence à des indicateurs issus du marché boursier, en particulier par référence à un échantillon d'entreprises cotées du secteur. L'indicateur obtenu est le PER (*price earning ratio*) égal au ratio cours/bénéfice par action. Le PER moyen du secteur est appliqué au résultat de l'entreprise, supposé constant, afin d'obtenir son cours boursier. Il s'agit d'une évaluation instantanée, sans préoccupation des perspectives moyen terme de l'entreprise mais c'est un moyen facile de comparaison.

D'autres variantes, situées entre l'approche de rentabilité et l'approche boursière, ont été développées : actualisation des dividendes jusqu'à une date puis, au delà, estimation d'une valeur terminale par le PER ou par le PER du secteur. Mais, pour être facilement calculable, ce type de méthodes suppose des hypothèses contraignantes : taux de croissance constant des dividendes. Elles sont cependant couramment utilisées, notamment lors des introductions en bourse au second marché [Jolland, 1996].

On oppose parfois les deux premiers types de méthodes dites intrinsèques ou fondamentales parce que reposant sur une évaluation des seules données de l'entreprise, sans référence au marché boursier, au troisième type de méthode utilisant les références boursières.

L'approche en terme de EVA (*Economic Value Added*) ne repose pas sur une évaluation nouvelle de l'entreprise (Baudru et Morin, 1999, Lordon, 2000). La nouveauté réside plutôt dans la capacité de ce ratio à exprimer un objectif et à proposer des mesures pour l'atteindre. Il devient un instrument de gestion interne à travers l'identification des déterminants de la valeur et l'analyse par secteur d'activité. Il est défini par la différence entre la rentabilité économique des capitaux investis (résultat d'exploitation/capitaux utilisés) et leur coût (coût moyen pondéré du capital). Il est calculé annuellement et la valeur de marché de l'entreprise s'en déduit par actualisation de tous les EVA

annuels. L'augmentation de ce ratio est atteinte i) par augmentation de la rentabilité économique des capitaux existants déjà investis, ii) par investissement dans des projets nouveaux dont la rentabilité est supérieure au taux de coût moyen pondéré du capital, iii) par désinvestissement d'activités de rentabilité inférieure au coût du capital. Ce ratio fonctionne comme un indicateur de valeur ajoutée pour l'actionnaire, véritable baromètre de la valeur d'un investissement. Pour l'entreprise, il impose une décomposition de l'exploitation en différents domaines stratégiques, de façon à évaluer chacun des domaines afin de choisir l'une des trois stratégies qui augmente in fine le ratio.

b) Leur utilisation dans la pratique

L'utilisation de ces méthodes de base dépend des opérations : une privatisation ou une introduction en bourse ne se traite pas comme une OPA³ ou un retrait obligatoire. Mais l'évaluation des marchés est aussi contrainte par l'évaluation réglementaire, émise par la COB⁴ et le CMF. Un contrôle administratif est exercé par ces entités sur le prix des opérations, au nom de l'intérêt du marché. Il s'agit d'un contrôle de méthode par lequel l'entité réglementaire est en mesure de reconstituer elle-même le prix. Les préoccupations de ces entités portent sur l'exactitude et la publicité des éléments déterminants dans le calcul du prix, sur la multiplicité des critères utilisés ainsi que leur valeur significative et leur objectivité. Compte tenu de la différence d'objectifs entre les acteurs, l'évaluation de marché et l'évaluation réglementaire ne sont pas forcément identiques : il peut en émerger une contestation, par exemple de la part d'actionnaires minoritaires, mécontents du traitement qui leur a été infligé.

D'une façon générale, les autorités boursières se sont progressivement alignées sur les méthodes venues des Etats-Unis, essentiellement les méthodes de rentabilité fondées sur l'actualisation des *cash flow* futurs, alors que leurs préconisations antérieures avaient tendance à limiter l'utilisation de prévisions à moyen terme [Frison-Roche et Nussenbaum, 1995]. Ainsi, la loi de privatisation de 1986 prévoyait explicitement "une pondération appropriée à chaque cas de la valeur boursière des titres, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de l'existence de filiales et des perspectives d'avenir". Le changement des méthodes préconisées est particulièrement sensible dans le cas des OPR⁵, opérations d'expropriation, transposition en droit français des *squeeze out* américains. Alors que le règlement

³ OPA : offre publique d'achat

⁴ COB : Commission des Opérations de Bourse, CMF : Conseil des Marchés financiers. Pour une description de l'influence de chacune des institutions sur la valorisation boursière, voir [Montagne : 1999].

⁵ OPR : offre publique de retrait. La société cotée souhaitant sortir de la cotation, rachète toutes ses actions en circulation. Il s'agit d'un rachat obligatoire à l'issue duquel le titre boursier est supprimé : il n'est alors plus possible d'échanger le titre. Ce processus d'expropriation est encadré par une procédure dite OPR.

CBV⁶ limitait la prise en compte des prévisions de résultat à deux ou trois ans, les opérations conduites en France ont progressivement utilisées la méthode des *cash flow*, traduisant ainsi les pratiques professionnelles réelles.

Quant à la méthode de l'EVA, son utilisation exige un travail comptable important : le résultat économique qui est le résultat d'exploitation après impôts est corrigé d'une centaine de retraitements. Par ailleurs, la production de données financières par secteur d'activité, au sens où les analystes financiers perçoivent l'entreprise, n'est pas immédiate dans la mesure où le découpage déjà existant dans l'entreprise, sous forme de centres de responsabilité, ne correspond pas aux dits secteurs d'activité. Les données disponibles à partir des systèmes comptables et de gestion contraignent ainsi fortement la mise en oeuvre du ratio. Enfin, la sensibilité de ce ratio aux hypothèses retenues est importante et rend l'utilisation et la communication de ce ratio délicate. Ceci explique que beaucoup d'entreprises françaises se contentent encore de communiquer les principaux éléments sans entrer dans une véritable politique de création de valeur au sens strict définie par les cabinets conseils (voir chapitre V).

c) Signification de l'évolution des méthodes pour les pratiques d'évaluation financière

L'accroissement de la mobilisation des méthodes d'actualisation des *cash flow*, au détriment des méthodes plus centrées sur la valeur du titre en bourse, peut être interprétée comme une meilleure prise en compte, par le marché boursier, des caractéristiques de l'entreprise dans la sphère réelle. Les évaluations sont faites à partir de flux annuels sur plusieurs années (5 ans). Des précisions sur les projets d'investissement et les moyens mis en oeuvre pour remplir les objectifs sont demandées aux dirigeants. Le marché se préoccupe de ce que fait l'entreprise sur le plan industriel alors qu'il l'évaluait autrefois dans une perspective boursière de court terme (ratio de PER). Cette volonté de quantifier de façon standardisée le futur de l'entreprise contraint donc le marché à s'intéresser à ce qu'on appelle les "fondamentaux", c'est-à-dire aux perspectives réelles de l'entreprise sur ses marchés. Si la nature des objets d'étude des analystes a changé, l'horizon temporel s'est aussi allongé. Alors qu'une valorisation par PER de marché nécessite seulement la prise en compte du dernier résultat annuel, une valorisation par actualisation des *cash flows* exige la prise en compte des *business plans* à 5 ans de l'entreprise. Au total, la réalité de l'entreprise est désormais saisie par une approche plus systématique et quantifiée de son futur.

Cette évolution se traduit aussi par les relations accrues entre analystes financiers et dirigeants d'entreprise. La communication par l'entreprise des données financières nécessaires à l'élaboration

⁶ CBV : Conseil des Bourses de Valeurs

des *business plans* est devenue une fonction à part entière dans les entreprises cotées. Il ne s'agit plus pour les dirigeants de rassurer les analystes par quelque discours général sur la stratégie mais de répondre aux questions précises des analystes sur des points précis (voir chapitre V).

d) Impact sur l'entreprise

La méthode d'EVA (ou de "stratégie de valeur" développée par Mc Kinsey) est présentée par ces promoteurs comme le moyen de concilier dans une même approche la valorisation boursière externe et le pilotage stratégique interne, voire la gestion des décisions opérationnelles. Ce seraient les mêmes concepts voire les mêmes outils qui seraient utilisés par les évaluateurs financiers, par les directeurs généraux, financiers et les responsables opérationnels. L'EVA devient « un outil de gestion et de pilotage des performances de l'entreprise et de ses secteurs d'activité » [Perrier, 1998].

(1) Au niveau opérationnel

L'EVA aurait la vertu de sensibiliser les opérationnels au coût des ressources financières. En effet, le ratio est basé sur le résultat d'exploitation, directement saisissable par le niveau opérationnel. L'introduction de l'EVA conduirait ainsi à une modification des priorités et des comportements opérationnels [Jacquet, 1997] : une réduction du résultat d'exploitation, sous la pression de la concurrence, peut par exemple être compensée par une meilleure utilisation des capitaux engagés, une meilleure gestion des flux. Le suivi de l'EVA permet d'améliorer les décisions financières du niveau opérationnel, telles que gestion des délais de règlement fournisseur/client. Cette utilisation opérationnelle est particulièrement bien illustrée par l'exemple Michelin [Tierny, 1998]. Selon l'auteur, la direction financière de ce groupe a en effet développé une méthode d'évaluation financière des investissements, dans la droite ligne de la philosophie de l'EVA, à savoir la recherche d'une rentabilité des capitaux engagés, au niveau opérationnel. Cette méthode consiste à mesurer la contribution de chaque activité (ligne produit, projet d'investissement) aux *cash flows*, au risque de l'entreprise, à la consommation de fonds propres. Cette consommation est estimée en fonction de la structure financière standard qui définit des ratios de consommation de fonds propres par classes d'actifs, pour l'ensemble du groupe. Chaque type d'actifs a ainsi sa propre structure de financement : les immobilisations corporelles consomment 50% de fonds propres et 50% de dettes, les stocks 10% de fonds propres et 90% de dettes, etc. La consommation de l'activité ou du projet d'investissement est alors estimée en fonction des différents actifs que la dite activité mobilise. On notera que c'est bien la structure financière du groupe et non de la filiale qui est utilisée, puisque la filiale obéit à des règles propres d'optimisation (fiscales, position de change..) qui ne sont pas de la responsabilité des opérationnels. Cette méthode est appliquée pour toute décision d'investissement : elle est conçue pour « induire des comportements décisionnels les mieux optimisés ... dans l'intérêt de l'actionnaire ». Michelin a ainsi développé un manuel de règles d'évaluation qu'il a envisagé d'intégrer dans une

démarche d'assurance qualité. Ainsi, des opérations telles que le plan social, la construction d'un dépôt sont évaluées au vu de ces règles.

(2) Au niveau stratégique

Les analyses des données obtenues pour établir l'EVA peuvent conduire à identifier les actions stratégiques à mener pour améliorer la rentabilité : activités à développer ou à abandonner...etc. La diffusion du critère de l'EVA ne se limite pas à la diffusion du ratio de mesure lui même mais s'accompagne de la mise en place de modèles stratégiques destinés à améliorer le ratio. Les cabinets conseils en stratégie sont ainsi les relais des acteurs boursiers. Mc Kinsey [1995], Ernst & Young [1997], Boston Consulting Group, etc. ont développé un programme stratégique visant en priorité l'amélioration de la *shareholder value*. Ces programmes reposent tous sur des principes semblables.

Des critiques s'élèvent pour dénoncer l'inefficacité voire la perversité de la démarche de l'EVA. [Williams & al., 1998] fait remarquer que le principe de l'augmentation de la *shareholder value* n'est pas applicable partout. L'EVA augmente si les profits peuvent être substantiellement accrus ou si le capital utilisé est faible ou le coût du capital employé peut être significativement réduit. Seuls certains secteurs ont la capacité de modifier l'un ou l'autre de ces deux termes. L'augmentation de la capacité bénéficiaire est possible dans les secteurs où la détention d'un brevet ou bien d'une marque permet d'augmenter le prix du produit (informatique et pharmacie). L'utilisation parcimonieuse de capital est possible dans les secteurs de services d'affaires et dans les banques. Mais, au niveau de l'économie toute entière, l'EVA ne fournit pas de principe de développement. Cette différence d'aptitude structurelle à augmenter l'EVA entre les secteurs se double d'une différence des profils temporels des capacités bénéficiaires : selon la cyclicité de l'activité, selon la conjoncture même, la variation conjoncturelle de l'EVA sera différente.

L'utilisation de l'EVA à la fois comme indicateur boursier et comme méthode stratégique conduit à focaliser la concurrence sur les résultats financiers plutôt que sur les techniques de production et les parts de marché [Williams & al., 1998]. Elle conduit à recourir à des expédients financiers pour accroître la valeur de l'actionnaire, par exemple en substituant de la dette à du capital, sans modifier la structure productive. La stratégie favorisée par le principe de l'EVA, consiste en fusion et désinvestissement, opérations dont la rentabilité immédiate est mesurable mais qui n'apportent pas forcément de supplément de valeur récurrent. L'augmentation de la production et des parts de marché, leur stabilisation à terme, n'est pas l'objectif dans la mesure où il ne suffit pas à assurer des marges élevées.

Selon l'auteur, cette course à l'augmentation de l'EVA se traduirait par une lutte intra et inter sectorielle pour capturer les activités dont les caractéristiques structurelles assurent un ROCE élevé et pour extérioriser le coût du capital (par exemple, coût de stockage dans le secteur automobile ou la

distribution alimentaire). La restructuration de la chaîne de valeur, dans les différents secteurs, est donc largement favorisée par l'adoption de ce critère.

2. Une évolution directement inspirée des pratiques américaines

a) L'adoption des règles anglo-américaines par le marché boursier

L'adoption des exigences anglo-américaines à l'égard des entreprises par le marché boursier français s'est répandue à partir des privatisations françaises des années 1990. Le rôle essentiel joué par les banques américaines en tant que conseiller du Trésor et placeur des titres vendus par l'Etat a permis d'introduire en France les méthodes financières américaines. Ces méthodes concernent à la fois l'organisation des opérations financières sur le marché boursier qui permet de placer rapidement de gros montants d'actions et les méthodes d'analyse financière des sociétés cotées qui permettent de définir une valeur de l'entreprise. Dans la mesure où les acteurs anglo-américains sont intervenus à la fois en tant qu'intermédiaire financier (banques) et en tant qu'investisseurs finaux⁷, c'est-à-dire en tant qu'actionnaires (*mutual funds, pension funds*), la transformation des relations boursières a touché à la fois l'organisation du marché boursier et les exigences de rentabilité et de transparence envers les entreprises cotées. L'adoption de ces méthodes s'est répandue aux autres opérations boursières plus réduites et aux sociétés cotées plus petites, la réglementation et les usages boursiers tendant progressivement à se conformer aux standards américains. Le basculement rapide s'est produit sous la pression d'un groupe formé par les investisseurs finaux anglo-américains dont l'influence s'est confortée au fil de leur prise de participation dans les grandes entreprises françaises. Le fonctionnement spécifique du marché boursier, en particulier la convergence des modes de représentations sur l'entreprise [Montagne, 1999], n'a pas permis à une autre norme de coexister.

b) La convergence de l'analyse financière et de l'analyse stratégique

L'analyse financière produite par les marchés financiers et l'analyse stratégique produite par les cabinets de conseil en stratégie se sont mutuellement nourries l'une l'autre. [Koch et Trémolières, 1995] retracent l'évolution historique des influences. Selon ces auteurs, alors qu'ils évoluent plutôt de façon séparée et parallèle dans les années 1960-1970, les principes des modèles de l'analyse stratégique et les principes de l'évaluation financière ont aujourd'hui tendance à converger. Les premiers principes stratégiques se retrouvent dans les approches modernes de l'évaluation financière. En particulier, les notions utilisées par le modèle de la Harvard Business School (1965), telles que

⁷ Les investisseurs finaux sont les fonds qui investissent dans une perspective de détention relativement durable par opposition aux arbitragistes qui souscrivent dans un objectif de revente immédiate. Les banques américaines sont intervenues à la fois dans le montage des opérations et dans la souscription des titres. Les *pension funds* sont intervenus en tant que souscripteurs durables.

opportunités/menaces/points forts et faibles, choix stratégiques et politiques fonctionnelles, sont les plus utilisées en analyse concurrentielle aujourd'hui. Les matrices d'analyse stratégique du Boston Consulting Group ou de Mc Kinsey intègrent déjà les notions utilisées dans l'analyse financière actuelle : rentabilité, *cash flow*, risque. Mais, à l'époque, la création de valeur pour les actionnaires n'est pas développée par ces cabinets. Du côté de l'analyse financière, l'évolution des méthodes est contrainte par la vague de restructurations du contrôle des entreprises au cours des années 1980, aux Etats Unis : les entreprises deviennent des produits négociables sur un marché. Le critère de *shareholder value* devient un point fort de l'évaluation. Avec les concepts des cabinets Stern (EVA) ou Mc Kinsey, il s'agit de relier performance boursière, pensée stratégique et décisions opérationnelles. L'analyse financière et l'analyse stratégique se mettent à converger : l'entreprise est évaluée en interne et en externe à l'aune des mêmes concepts.

Les implications stratégiques liées à la mesure de la performance via l'EVA sont développées de façon comparable par chaque cabinet conseil. Les trois leviers de la création de valeur étant l'augmentation du résultat d'exploitation, la réduction du besoin en fonds de roulement et l'investissement dans des projets à rentabilité supérieur au coût du capital, il résulte que la stratégie visera à maîtriser le portefeuille d'activités existantes en privilégiant le corps de métier et les activités de niche et en cédant toutes les autres activités et à innover sur les secteurs porteurs. La rémunération des dirigeants constitue le troisième axe de ce nouveau type de stratégie : une rémunération indexée sur les performances est gage de la motivation des dirigeants et donc des performances de l'entreprise. Un plan de rémunération doit être étudié lors de toute mise en place d'une politique de création de valeur : il convient en effet d'ajuster de façon précise performance locale des différentes activités et rémunérations des responsables car le cours de bourse du groupe dans son ensemble ne saurait suffire à mesurer le résultat des contributions de chaque activité.

En conclusion, les pratiques d'analyse financière françaises se sont alignées sur les méthodes américaines, suite à l'arrivée massive des investisseurs américains sur le marché français à partir de 1993. Cette évolution se caractérise par la prise en compte des perspectives financières à moyen terme de l'entreprise, intégrant à la fois le positionnement boursier de l'entreprise et ses prévisions de développement dans la sphère réelle. Cette évolution semble donc s'opposer à des préoccupations strictement boursières que révélaient les méthodes dites boursières. Toutefois, cet allongement de l'horizon des prévisions vise essentiellement à mieux connaître les potentiels de l'entreprise pour pouvoir détecter les opportunités de gain. Ces méthodes, parce qu'elles sont associées à de véritables recommandations stratégiques, permettent à la fois d'identifier les gains potentiels et de les faire advenir.

B. LA RELATION SALARIALE DANS L'ÉVALUATION

Cette section pose la question de la place tenue par la relation salariale dans cette représentation quantifiée de l'entreprise. Cette interrogation devient en effet d'autant plus pertinente qu'avec l'utilisation accrue des méthodes d'actualisation des flux futurs, le marché boursier se préoccupe du moyen et long terme de l'entreprise.

On constate pourtant que la relation salariale ne fait pas l'objet d'un traitement quantitatif en soi au sein de l'analyse financière. On pourrait même dire qu'elle est le grand absent. Les méthodes précédemment exposées ne font en effet à aucun moment allusion à la gestion de la main-d'œuvre, à la politique d'emploi et de rémunération. Les quelques ratios utilisés par les analystes semblent rudimentaires : effectifs ou masse salariale rapportés au chiffre d'affaires ou au résultat. Les analystes n'y accordent d'ailleurs qu'une attention très limitée car ils sont conscients de l'absence de pertinence de ces indicateurs. Selon le degré d'externalisation, le type d'organisation du travail et d'équipement, ces ratios prennent des valeurs incommensurables au sein d'un même secteur. Pourtant, deux tendances nouvelles se font jour sur ce sujet. Tout d'abord, un retournement de discours, en provenance à la fois des cabinets de conseil, des études académiques et des opérateurs de marché, émerge depuis trois-quatre ans : le bien fondé des licenciements massifs est remis en cause. Par ailleurs, des tentatives théoriques mais aussi opérationnelles, plus ou moins dispersées, apparaissent : elles tentent de prendre en compte la gestion sociale dans l'évaluation de l'entreprise

1. Pourquoi prendre en compte la gestion sociale lors de la décision d'investissement boursier ?

La question mérite d'être posée puisqu'elle n'apparaît pas aller de soi. La gestion sociale est traditionnellement perçue par les financiers en terme de conflit capital/travail, c'est à dire de partage de la valeur ajoutée entre actionnaires et salariés. L'idée est que l'amélioration de la performance financière résulte d'un transfert de richesse au détriment des salariés. L'atténuation de ce conflit sinon la convergence des intérêts entre actionnaires et salariés peut être obtenue par des systèmes de participation et d'intéressement souvent bien accueillis par la communauté financière.

La zone conflictuelle s'étend au delà de la question du partage de la valeur ajoutée et concerne la question de la production de cette valeur ajoutée : les ressources humaines sont perçues comme une source de conflit (grèves) qui peut mettre en péril la continuité du processus productif. Pour l'apporteur de capitaux, le monde du travail est une menace permanente de crise. Il y a risque social et la gestion des ressources humaines est avant tout conçue en terme de contrôle pour prévenir tout conflit. L'idée selon laquelle les ressources humaines sont une source de performance apparaît dans quelques secteurs souvent qualifiés « d'industries du savoir » (informatique et haute technologie, finance). Cette absence de prise en considération positive provient du fait que le lien entre gestion sociale et performances financières des entreprises n'est pas établi au plan théorique et que les

mesures économétriques ne sont généralement pas univoques. Les analystes financiers sont donc peu enclins à utiliser des indicateurs sur la gestion de la main-d'œuvre.

Pourtant deux changements intervenus dans l'industrie des placements financiers pourraient conduire l'analyse financière (analyse quantitative) et le *corporate governance* (recommandations organisationnelles) à incorporer la donnée sociale : l'horizon plus long terme de l'analyse financière et le développement des investissements sélectifs.

**a) Un changement dans l'évaluation financière de l'entreprise :
changement de méthode et d'horizon temporel de l'analyse**

Une orientation vers l'évaluation de l'entreprise à moyen terme, en tenant compte de sa stratégie, et non plus seulement de son résultat net annuel, s'est progressivement instaurée. L'allongement de l'horizon temporel de l'analyse entraîne une prise en compte par les analystes financiers de décisions stratégiques ayant des conséquences à moyen et long terme. Dans cette nouvelle perspective, il devient sinon nécessaire du moins assez logique que le marché boursier puisse s'intéresser à la gestion sociale, au-delà du simple effet d'annonce des réductions d'effectifs. Comment le fait-il réellement ? les pratiques rencontrées dans la présente enquête ne permettent pas de parler d'une transformation du marché financier à l'égard de la relation salariale mais font état de nouvelles préoccupations. Sur le sujet, deux tendances nouvelles se font jour.

Tout d'abord, il faut noter une altération du discours des cabinets de conseil sur le bien fondé des licenciements massifs, en particulier de leurs effets sur le moyen terme : des études sur les performances des entreprises américaines sur longue période montrent que les entreprises qui licencient ne sont pas celles qui ont les meilleures performances. Ce résultat peut être pris en compte par des gestionnaires de fonds qui misent sur les performances à moyen terme de quelques entreprises. Une étude produite par Mercer montre ainsi que sur un échantillon de 800 entreprises nord américaines suivies entre 1992 et 1997, le taux de progression annuel de la valeur boursière des entreprises réductrices de coûts n'a augmenté que de 16% contre 26% pour les autres (cité par le Monde du mardi 9 février 1999). Cette remise en cause est également développée par les recherches académiques.

Par ailleurs, il émerge des tentatives théoriques mais aussi opérationnelles, plus ou moins dispersées, pour prendre en compte la gestion sociale dans l'évaluation de l'entreprise. L'idée est d'utiliser les données sociales pour améliorer les anticipations. La prise en compte de la relation salariale dans l'analyse financière prend en effet un sens à partir du moment où l'horizon d'évaluation dépasse le court terme. L'évolution des méthodes précédemment mentionnées devient ici centrale : le souci d'améliorer l'évaluation fondamentale et à long terme de l'entreprise nécessite de prendre en compte des éléments jusqu'alors négligeables parce que l'horizon temporel de leur ajustement était bien supérieur à celui de la valorisation boursière.

Ainsi, dans cette perspective, évaluer la qualité de la gestion des ressources humaines peut permettre de mieux juger la capacité d'une entreprise à réaliser une stratégie annoncée à cinq ans. Dans cette vision de la valeur de l'entreprise, les ressources humaines (RH) sont un moyen de production au même titre que les matières premières ou tout autre actif de production. Il convient donc d'en mesurer le coût et le risque à moyen terme [d'Arcimoles, 1995] ou, dans une version plus positive, de mesurer l'atout d'une bonne gestion des RH pour les performances de l'entreprise [Mathé et Rivet, 1995]. Ce type d'argument est présenté dans des articles de la revue française des professionnels de l'analyse financière : « Analyse Financière ».

Ces tentatives amènent deux remarques :

1) le principe du rôle de la gestion des RH dans les performances n'est pas nouveau :

Si le principe du rôle de la gestion des RH dans les performances est acquis depuis longtemps (l'importance du management dans la stratégie américaine), sur le plan pratique, aucune méthode quantitative ne parvient à rendre compte de ce lien. Pour l'instant, les relations de causalité entre données sociales et performances ne sont pas mises en évidence. Les critères sur les données sociales qui permettraient à l'analyste financier de mieux anticiper les résultats, ne sont pas identifiés. Cette absence de relations empiriquement et théoriquement fondées entre gestion sociale et performances économiques conduit à accroître le rôle des représentations que se font les acteurs boursiers : il y a risque d'une substitution en faveur de convictions sur ce qu'il est bon de faire en matière sociale.

2) Il faut souligner que cette préoccupation ne relève pas d'un but altruiste. L'intérêt d'une évaluation à moyen terme, pour les boursiers, est de détecter les opportunités de cession, de dégraissage... ou toute opération permettant de générer une plus-value en bourse.

**b) Des préoccupations nouvelles de la part des investisseurs :
l'investissement sélectif**

Le développement de l'investissement sélectif est une seconde raison pour la finance de s'intéresser à la gestion sociale. Il s'agit en effet d'émettre un jugement sur l'entreprise à partir de données non strictement financières dans le but de déterminer si cette entreprise répond à des critères de comportement bien précis : défense de l'environnement, lutte contre le travail des enfants, respect de la législation du travail, etc. Ces investissements peuvent être éthiques, c'est-à-dire qu'ils ont pour objet de contribuer au développement d'activités économiques correspondant à des valeurs éthiques, sans une préoccupation immédiate de rentabilité. Ils peuvent aussi être des investissements rentables mais orientés dans le sens d'un intérêt général défini par la communauté. Enfin, ils peuvent simplement correspondre à des produits financiers thématiques construits par les sociétés de gestion, dans une pure logique d'offre marketing. Dans les trois cas, les critères qualitatifs ainsi définis viennent se substituer ou se superposer aux critères d'analyse financière quantitative.

On notera que l'intérêt des investisseurs institutionnels américains pour les questions sociales est plus important que dans les autres pays du fait de la réglementation statutaire pour les fonds publics [Revue d'Economie Financière, hiver 1994]. La politique en matière d'emploi s'intègre, dans ce cas, aux questions d'ordre social.

Au-delà des restrictions précises qui témoignent de débats nationaux spécifiques (lutte anti-tabac aux Etats Unis, par exemple), l'approche en terme d'investissement sélectif repose implicitement sur l'idée d'un équilibre nécessaire entre les différents acteurs de l'entreprise, actionnaires, salariés, clients et fournisseurs, pour que l'entreprise se développe durablement, et entre les acteurs de la société toute entière. En France, cette approche se développe sous la traduction américaine « d'investissement socialement responsable » mais dans une optique d'investisseur institutionnel soucieux de la cohérence sociale (Caisse des Dépôts). L'épargne salariale constitue un marché potentiel pour ce type d'investissement sélectif : la gestion de ces fonds est contrôlée par des représentants des salariés qui souhaitent voir orienter les investissements vers des entreprises respectueuses de certains critères sociaux. Ce mouvement commence donc à toucher des investisseurs moins spécialisés et généralement plus directement orientés vers la logique strictement financière. La méthode de choix d'investissement développée par ces investisseurs consiste à élaborer un indicateur de politique sociale à partir des données quantitatives issues du bilan social (croissance des effectifs, niveau de rémunération, nombre de CDD, nombre de promotions, accidents du travail, montant accordé à la formation). Les entreprises, après avoir été sélectionnées selon leur performance financière, sont ensuite classées selon cet indice. Ce classement permet au gérant de composer son portefeuille.

2. Comment le marché boursier interprète les données sociales - faits et résultats : des conclusions contradictoires

De nombreuses études sur la prise en compte de la gestion sociale par le marché boursier, au travers de l'évolution du cours de bourse, ont été faites. Il n'en résulte aucune conclusion univoque. La tendance révèle plutôt une absence de relation entre cours boursier et publications de données sociales [Abowd, 1990]. Concernant les réductions d'effectifs, on obtient même des résultats différents selon les pays. Ainsi, les réactions du cours de bourse à l'annonce de licenciements sont positives en France mais négatives ou non significatives au Japon et aux Etats-Unis [Sentis, 1998]. L'étude américaine la plus synthétique est celle du NBER [Farber & Hallock, 1999] : elle examine, sur la période 1970-1997, la réaction des cours boursiers aux annonces de licenciements. Cette réaction est généralement négative : le cours de bourse chute à l'annonce de licenciements. Deux conclusions apparaissent : 1) la réaction boursière est beaucoup moins sensible à ce type d'annonce au cours des années 1990 que dans la période antérieure, 2) son ampleur dépend du type de justifications apportées par l'entreprise, les licenciements défensifs (fermeture d'usine, baisse de la demande) étant plus fortement sanctionnés

que les licenciements plus offensifs (réorganisation, économie de coûts) qui bénéficient, dans les dernières années, d'une appréciation positive du cours boursier.

**a) L'analyse des fluctuations boursières à l'annonce d'un événement :
Problèmes de méthode**

L'interprétation des fluctuations boursières après l'annonce d'un événement dans la vie de l'entreprise pose deux types de problèmes : a) l'effet boursier provient-il d'une réaction purement spéculative du marché ou d'une analyse fondamentale des perspectives réelles de l'entreprise ? b) l'effet boursier provient-il d'une cause particulière ou d'un ensemble de phénomènes non séparables, contenus dans l'annonce ?

(1) L'effet d'annonce relève-t-il d'un signal boursier ou d'une révision de l'évaluation fondamentale de l'entreprise ?

La variation du cours de bourse après une annonce peut traduire le jugement qu'émettent les marchés sur le bien fondé de l'opération annoncée (du point de vue des résultats financiers futurs de l'entreprise, c'est à dire du point de vue de la valeur fondamentale de l'entreprise) mais aussi peut traduire un pur mouvement spéculatif : l'investisseur sait que l'opération annoncée est considérée, de façon générique, comme bonne ou mauvaise et donc que tous les opérateurs vont vendre ou acheter, selon le cas. Tous les opérateurs font le même raisonnement et le cours monte ou descend sans pour autant que les acteurs financiers ne soient convaincus de l'effet réel de cette opération sur les résultats de l'entreprise. Il s'agit d'une convention partagée par tous : un accord sur la façon d'interpréter l'événement annoncé. L'événement est perçu comme un signal, autonome par rapport à la sphère réelle.

(2) Les causes multiples face à un seul effet boursier ne sont pas séparables avec la méthode d'étude d'événement

La méthode dite "étude d'événement" consiste à déceler une évolution anormale du cours boursier après l'annonce publique d'un événement dans la vie de l'entreprise. Cette trajectoire anormale du cours est appréhendée en reconstituant ce qu'aurait été le cours, toute chose égale par ailleurs, et compte tenu de l'évolution générale du marché boursier.

La principale difficulté posée par cette méthode, à savoir l'imputation de l'évolution du cours à un événement unique bien identifié, ne permet pas la plupart du temps d'interpréter les résultats obtenus, en particulier dans le cas des RH. En effet, un événement touchant aux RH peut être relié à un autre événement sur le marché des produits. L'évolution du cours boursier sanctionne alors cumulativement les deux événements [Abowd, 1990]. Par exemple, la réduction d'effectifs est parfois accompagnée de cession d'actifs, ce qui peut influencer la réaction des marchés. Ainsi, une réduction d'effectifs peut être interprétée par les marchés boursiers comme le signe d'une mauvaise position concurrentielle de l'entreprise et entraîner la chute du cours du titre alors que le seul événement "réduction d'effectifs"

aurait pu être interprété sous la seule conséquence de réduction des coûts et donc entraîner une hausse du cours. L'étude de Farber & Hallock [1999] identifie cinq catégories de justification des licenciements qui conduisent à des comportements boursiers très différents. Si la raison invoquée pour le licenciement relève d'une chute de la demande qui s'adresse à l'entreprise, le cours baisse tandis qu'une raison relevant d'un accroissement d'efficacité (réorganisation occasionnant des gains de productivité) conduit à une baisse moins sensible du cours, voire à une appréciation à partir de l'année 1994.

De plus, l'utilisation de cette méthode est controversée. La politique sociale est progressive et s'inscrit dans le temps. Son effet éventuel sur le cours n'est pas ponctuel alors que la méthode des rendements anormaux traite d'une période de temps très circonscrite [d'Arcimoles, 1995].

b) Principaux résultats concernant les critères retenus par les acteurs boursiers

(1) La politique salariale

Les effets de la politique salariale sur la performance finale sont de second ordre par rapport aux autres facteurs de performance (structure organisationnelle, situation financière).

1. Toutefois le marché boursier accorde une attention particulière aux rémunérations des cadres dirigeants : ce n'est pas le niveau absolu des rémunérations qui est pris en compte mais plutôt leur variation, interprétée comme une incitation supplémentaire qui permet d'anticiper une hausse des résultats. Le lien entre rémunération des cadres et réaction boursière est faible mais l'annonce de stock options est bien accueillie (interprétée en terme d'effet incitatif).
2. Concernant le salaire des employés (i.e. hors cadres supérieurs), le cours chute à l'annonce d'une augmentation des salaires [Abowd, 1989 et Becker, 1987 cité par d'Arcimoles, 1995]. Abowd montre que les augmentations imprévues de salaire sont presque intégralement compensées par les diminutions du cours. Il y a compensation de l'augmentation de richesse accordée aux salariés : le principe du partage du gâteau est ici explicitement appliqué et non pas la possibilité d'augmentation de la productivité. L'effet incitatif de la rémunération sur l'effort n'est pas pris en compte. En revanche, aux Etats Unis, la bourse considère favorablement les plans de participation des salariés. Il convient toutefois de mentionner l'importance de ces dispositifs dans le contexte de négociation collective américaine. D'un point de vue plus général, la participation apparaît comme un moyen de pacification des salariés.

(2) La politique sociale

Il apparaît une quasi absence de relations entre cours boursier et publications de données sociales. Deux difficultés majeures sont en effet soulevées :

1. La preuve de l'existence de causalités entre données sociales et performances de l'entreprise,

2. la difficulté, pour l'analyse externe, à comprendre la gestion des RH et ses implications. La mise en œuvre de cette analyse bute en effet sur le concept de performance sociale qui est multiforme et dont l'application s'avère lourde du fait de la quantité de données à collecter.

La question est de savoir si le marché boursier réagit aux seules données sociales brutes ou à ce qu'elles révèlent de la situation globale de l'entreprise. A titre d'illustration, on a choisi de traiter deux cas : la présence syndicale aux Etats Unis et les licenciements en France.

(a) le cas de la présence syndicale aux Etats-Unis

Deux conceptions s'affrontent. Un courant scientifique important considère que les syndicats sont un vecteur de pratiques sociales équilibrées qui contribue à améliorer la performance économique et sociale de l'entreprise. Le marché boursier reste plutôt attaché à l'autre conception, considérant que les salariés et les actionnaires se partagent une même richesse. Le syndicat apparaît alors comme un capteur de rente aux dépens de l'actionnaire. Aux Etats-Unis, le développement d'un syndicat peut être analysé par le marché financier en fonction de diagnostics divers : il peut être considéré comme la conséquence de troubles sociaux internes, ou manifesté une faiblesse chronique du management, ou encore être une source de menace pour l'actionnaire en cas de collaboration entre dirigeants et salariés.

La méfiance des investisseurs à l'égard de la présence syndicale est confirmée par les études économétriques. Du point de vue des investisseurs, seule la performance du cours de bourse permet de juger d'une décision de gestion. L'effet de la présence syndicale doit donc être mesuré à partir d'une référence au cours boursier et au risque de marché. Deux résultats majeurs semblent ressortir des différents travaux :

i) des effets négatifs de la présence syndicale sur la valeur de l'action qui oscillent entre 15 et 25%, selon les études. Selon Abowd, le marché ajuste sa valorisation du montant de la valeur actualisée des augmentations salariales négociées. La prise en compte de variables telles que la taille de l'entreprise, le secteur, l'endettement diminue la portée des résultats sans en modifier le sens. Il existe, de plus, une méfiance a priori des investisseurs (l'effet d'annonce d'élections syndicales s'accompagne d'une baisse des cours).

Quant au conflit de grève, il est intéressant de noter qu'une baisse des cours peut anticiper la déclaration du conflit lui-même comme si les marchés avaient déjà perçu le risque de conflit interne. Ces résultats sont validés par des études récentes individualisées (au niveau de la firme plutôt qu'au niveau sectoriel).

ii) un abaissement du risque et du rendement dans les entreprises syndiquées. La baisse du risque ne compense cependant pas la redistribution des *cash flows* au profit des salariés (il existe une déperdition relative de valeur de l'entreprise). L'actionnaire est ainsi pénalisé. Quant à la baisse du

risque, elle reste largement inexplicée. L'hypothèse d'un transfert du risque vers les salariés ou bien d'une diminution du risque global de l'entreprise, dans les entreprises où des accords salariaux permettent l'indexation des salaires, vaut surtout pour les périodes d'inflation. Il est vrai que des charges de salaires « variabilisées » diminuent effectivement le risque économique de l'entreprise.

Conclusion : La baisse des cours boursiers peut donc s'expliquer par la crainte des investisseurs de voir d'une part modifier la distribution au profit des salariés (principe partage du gâteau) et d'autre part s'appauvrir l'entreprise (principe construction du gâteau).

La disparité des résultats obtenus ne permet cependant pas de conclure fermement : en moyenne, la présence syndicale forte est défavorable au cours boursier mais des exceptions suggèrent que les investisseurs peuvent être sensibles à de nombreuses variables. Il y a une incapacité du cours de bourse à traduire la globalité des effets de la présence syndicale qui est dû à deux problèmes majeurs :

1. ces études réduisent la présence syndicale à quelques indicateurs, insuffisants à rendre compte de la réalité de l'influence syndicale sur la production : grèves, résultats de la négociation collective, taux de syndicalisation. Le contexte économique sectoriel, l'identité du syndicat et sa pratique de négociation influent sur la réaction des marchés. Les travaux les plus récents tentent d'élargir ces approches empiriques à d'autres variables descriptives des relations industrielles.
2. cet enrichissement nécessaire implique en contrepartie un accroissement de la complexité. En effet, dans le domaine des relations industrielles, les systèmes nationaux restent encore le référentiel dominant. L'impact de la présence syndicale sur la performance dépendra donc des conditions nationales. L'analyste financier se trouvera confronté à l'analyse d'un phénomène pourtant générique mais dont les conséquences économiques varient dans l'espace. La diversité nationale constitue donc une sérieuse limite à la prise en compte de ces facteurs par les analystes financiers.

(b) le cas des licenciements en France

Il faut distinguer l'effet des licenciements sur les performances économiques de l'entreprise et l'effet sur le cours boursier. Les études économétriques donnent des résultats sur ces deux points.

L'effet sur le cours boursier

Selon d'Arcimoles [1999], contrairement aux effets médiatiques, les études économétriques suggèrent que les réactions des marchés ne sont pas systématiquement contraires aux intérêts des salariés. Les études confirment l'absence d'effets positifs systématiques des licenciements : la valorisation boursière des réductions d'effectifs est plutôt démentie. La réaction des marchés n'est pas uniforme et dépend en effet du motif avancé pour les licenciements. Dans le cas d'une restructuration ou d'une réorganisation de l'entreprise, la réaction est positive : le cours monte car l'opération de réduction d'effectifs s'insère dans une stratégie globale. Si les licenciements sont uniquement engagés pour

contrer des difficultés financières, le cours baisse. De même si le licenciement est perçu comme une information non anticipée par rapport aux opportunités de croissance d'une entreprise initialement performante [cité par Sentis, 1998] : le marché a horreur d'être surpris. Les marchés essaient de comprendre la raison des réductions d'effectifs. Ils jugent un contexte.

L'utilisation de la méthode de l'événement fait apparaître des réactions négatives des marchés (baisse du cours) non significatives au sens statistique. D'autres études montrent la diversité des réactions en fonction du contexte. Il y a une prudence du marché à l'égard des réductions d'effectifs, contrairement au message des médias. Les marchés ne semblent pas aussi sensibles qu'on le dit aux effets d'annonce.

Une étude récente conclut même que la rentabilité boursière est plus liée à l'augmentation de la part de la valeur ajoutée allouée aux salariés qu'à la réalisation de réduction d'effectifs [Sentis, 1998]. En particulier, selon cette étude, il n'apparaît pas de transfert de richesse aux actionnaires lors des réductions d'effectifs : pas d'accroissement significatif de la rentabilité boursière sur les périodes qui suivent l'opération (ce qui contredit les autres études françaises citées par l'auteur). L'échantillon français retenu ne montre même pas clairement que les réductions d'effectifs améliorent la santé financière de l'entreprise.

L'effet sur la rentabilité économique

On constate une amélioration de la rentabilité économique et financière dans les années qui suivent les réductions d'effectifs, dans le seul cas d'une réduction simultanée des effectifs et des actifs.

Les marchés boursiers anticipent le redressement de la rentabilité, dans une vision long terme. Est-elle justifiée ? il n'existe pas d'étude longitudinale pour le dire. Cette dynamique de redressement lent peut donc justifier une révision des anticipations des marchés et donc une hausse du cours. Mais les meilleurs niveaux de performance absolue sont obtenus par les entreprises à profil « développeur » (i.e. augmentation des emplois et/ou des actifs).

Le critère « réduction d'effectifs » est donc insuffisant. Les conséquences économiques des licenciements dépendent de la situation financière de l'entreprise, de la mise en oeuvre des licenciements et de la répartition de la valeur ajoutée.

Selon d'Arcimoles [1999] « *la robustesse des gains économiques dépend en particulier de certaines variables de structure d'emploi et du capital humain. A capital humain et structure démographique constants, les effets positifs des licenciements disparaissent progressivement et finissent même par s'inverser. Ces résultats suggèrent que la seule réduction du niveau d'emploi est sans effet économique durable. C'est donc par leur action sur la structure de la main d'œuvre que les réductions d'effectifs peuvent améliorer la performance économique.* ».

En conclusion, l'incertitude sur le redressement par réduction d'effectifs provoque des difficultés dans l'interprétation de ces événements par les marchés financiers.

3. Ce que le marché dit explicitement au sujet de la gestion sociale : discours et techniques

a) Le discours : les enquêtes auprès des analystes

En ce qui concerne l'importance accordée par les analystes financiers à la gestion des RH, l'enquête effectuée par d'Arcimoles [1997] à partir d'un panel d'analystes français apporte des conclusions intéressantes. Les analystes interrogés reconnaissent (64%) que la gestion sociale est un facteur de rentabilité et identifient des facteurs clés : compétence du personnel, rigueur de la gestion et du contrôle, qualité du produit, qualité du climat social. La gestion prévisionnelle des RH qui est pourtant l'élément central de la gestion des RH n'est pas pris en compte par les analystes. Selon eux, la rentabilité est affectée par : i) la formation, car la compétence est déterminante, ii) la politique salariale, car c'est l'élément central de motivation, iii) la masse salariale car c'est un point critique de l'équilibre financier, iv) la gestion participative car l'implication du personnel est essentielle.

L'enquête apporte aussi un éclairage sur la façon dont les analystes relient gestion sociale et risque de l'entreprise. Le résultat est d'ailleurs assez peu prévisible : les analystes n'accordent qu'une importance moyenne à l'anticipation des besoins de personnel et la limitation de la masse salariale dans la gestion du risque mais cette importance est toutefois supérieure à celle accordée à des actions strictement financières telle que la gestion du risque de taux de change et du risque de liquidité.

L'enquête aborde aussi la question de la place de la gestion sociale dans la performance économique. Le résultat ne surprend pas : la stratégie économique est le véritable enjeu et la gestion sociale n'est conçue que pour éviter les crises. Seulement 20% des interrogés estiment que « ce sont finalement les salariés qui font la différence »_et la majorité ne reconnaît pas un caractère indispensable aux informations sur le personnel et la politique sociale.

A travers ces résultats, on retrouve une représentation générale de l'utilisation de la main-d'œuvre. L'anticipation des besoins en personnel ne constitue pas un souci dans un contexte de main-d'œuvre pléthorique et d'un système national d'éducation considéré comme satisfaisant. Il pourrait d'ailleurs ne pas en être de même dans des pays où un manque spécifique de certaines qualifications est patent.

D'autre part, la mise au travail des individus ne dépend pas d'une entreprise en particulier mais de la société toute entière et particulièrement des règles nationales (législation du travail). L'idée selon laquelle une gestion particulière des RH pourrait permettre d'obtenir des performances économiques très sensiblement supérieures à la moyenne n'est pas activée explicitement dans les représentations des analystes. En revanche, la gestion des RH est conçue pour prévenir tout conflit : la zone d'ombre que représente le monde du travail pour les analystes menace en permanence d'entrer en crise.

Concernant l'évaluation des licenciements, les analystes disent privilégier avant tout l'évaluation du contexte de l'entreprise et ses perspectives à moyen terme. Ils disent juger un ensemble de facteurs sans être dupes du signal immédiat que constitue cet événement pour le marché. Le licenciement peut

donc être évalué comme un des éléments de la politique de restructuration. Il est alors reconnu comme positif. Il peut aussi être interprété comme le signe d'une mauvaise santé de l'entreprise et renforcer une image négative.

b) Les techniques : les outils de mesure et d'évaluation

(1) Les méthodes quantitatives : l'analyse financière

Les méthodes d'analyse financière ne font à aucun moment allusion à la gestion de la main d'œuvre, à la politique d'emploi et de rémunération et il n'existe pas de méthode réellement utilisée par les analystes financiers mais en revanche, il existe des propositions de méthodes que l'on peut séparer en deux catégories :

- soit il s'agit de valoriser le personnel comme un patrimoine de l'entreprise, sur le modèle d'un fonds de commerce (prix de marché de l'actif considéré) ou en actualisant les flux futurs de salaires,

Selon J-J Pluchard [1996], il s'agit là de méthodes de « quantification des compétences », qui reposent sur le principe du capital humain fonction de la productivité future. L'auteur énumère trois possibilités : l'activation de la main d'œuvre au bilan à un prix de marché ou à une valeur de fonds de commerce, la valorisation du capital humain à partir des salaires futurs actualisés, la valorisation par différence entre valeur de cession de l'entreprise et valeur de ses seuls actifs physiques. Ces méthodes ont recueilli peu d'échos. D'Arcimoles [1995] remarque que ces méthodes de comptabilisation des actifs humains ont pour objectif une valorisation monétaire, selon une approche patrimoniale qui ne convient pas à l'approche de l'analyste financier. En effet, ce dernier cherche essentiellement à apprécier le risque de l'entreprise et à améliorer ses propres anticipations sur les performances financières de l'entreprise.

- soit il s'agit de valoriser le personnel comme une *variation* de patrimoine afin de mesurer les effets des décisions de gestion de RH (embauches considérées comme un investissement). L'idée est de relier rémunérations et politique d'embauche à la rentabilité globale de l'entreprise.

Cette classe de méthodes se propose de mesurer les variations de patrimoine de ressources humaines. Ces méthodes visent à adapter la comptabilité de façon à identifier les charges de l'investissement en ressources humaines et leur amortissement afin de pouvoir mesurer précisément les effets des décisions de RH. Une approche comparable à celle du *goodwill* et de l'évaluation des actifs immatériels a été proposée par [Mathé et Rivet, 1995]. Les RH y sont traitées comme un actif immatériel, financé au passif du bilan, par l'inscription en « fonds sociaux ». Cette méthode permet de considérer les embauches comme un investissement et les fonds sociaux ainsi constitués comme une ressource. Elle peut offrir une meilleure vision des efforts de l'entreprise pour améliorer son potentiel de développement. Elle présente l'avantage, selon les auteurs, de faire apparaître un effet de levier des RH : la rentabilité financière augmente avec le ratio RH/capitaux propres, à condition que le taux de

salaire soit inférieur à une borne dite « rentabilité globale ». D'un point de vue théorique, cet indicateur pourrait donc être utilisé afin d'adapter les rémunérations et la politique d'embauche à la rentabilité globale de l'entreprise de manière à rester en permanence dans la zone où l'effet de levier est effectif. Cette méthode s'inspire de la méthode de Gordon Shapiro qui évalue le prix d'un actif financier par l'actualisation des flux futurs. Pour pouvoir s'appliquer facilement, elle nécessite de supposer un accroissement constant du salaire initial et un taux d'actualisation constant des charges de personnel, hypothèses extrêmement fortes.

Il convient enfin de signaler le cas particuliers des entreprises à forte composante de qualité de la main-d'œuvre qualifiée, les entreprises *high tech* (*Silicon Valley*) ou certaines institutions financières, qui sont valorisées en affectant une valeur monétaire à chaque membre de l'équipe.

(2) L'appréciation qualitative : les labels et le rating social

A défaut de donner une évaluation chiffrée, la notation de la gestion des RH est envisagée. Nécessitant un accès à des données confidentielles, elle doit être élaborée par un acteur indépendant, l'agence de rating. Il doit mesurer la conformité de la gestion des RH aux lois et réglementations locales ou internationales, l'efficacité de la politique de RH choisie par rapport aux objectifs de l'entreprise, dans une perspective de « contrôle de gestion sociale ». Enfin, un troisième degré de rating pourrait être envisagé [d'Arcimoles, 1995], celui de la cohérence du système de RH et de la convergence entre stratégie sociale et stratégie de production.

4. L'absence de représentation propre

Le parcours précédent conduit à faire le constat suivant : la technique financière en elle-même n'informe pas mais les principes implicites qu'elle mobilise voire l'absence de traitement dont elle témoigne, sont significatifs.

a) L'hypothèse d'une conduite des marchés grâce à quelques « mottos » qui fluctuent

Le marché financier fonctionne à l'aide d'un consensus obtenu sur quelques principes de gestion qui fluctuent au cours du temps et relèvent de la mode. Il y a ainsi eu la mode des conglomérats et des synergies (les fusions de la fin des années 1960 font monter les cours boursiers), puis l'engouement pour les valeurs sûres à croissance modérée dans les années 1970, puis la mode de la biotechnologie dans les années 1980. La mode est un élément spéculatif et fonctionne selon le phénomène du label. Le dirigeant d'entreprise peut ne pas souscrire à la mode mais voit son cours pénalisé. Les principales modes actuelles sont la création de valeur, le recentrage sur le métier de base, les plans sociaux.

Ainsi, la capacité des marchés à évaluer le potentiel d'une entreprise est sérieusement mis en cause mais, parallèlement, le rôle prépondérant des représentations partagées par les opérateurs du marché boursier permet la convergence vers une valeur de l'entreprise cotée en bourse.

On peut conclure de cet aperçu que le corpus de normes émanant des marchés financiers n'est pas universellement valable dans le temps et l'espace : pour les marchés financiers, il n'existe pas de règles universelles et intangibles de bonne gestion, pas plus que de revendications systématiques à faire valoir auprès des entreprises. Ce corpus varie au cours du temps et en fonction des contextes nationaux.

b) Des normes de gestion sociale sous-jacentes aux techniques d'évaluation

En matière de relation sociale, on a vu que les techniques d'évaluation sont peu bavardes. Il n'y a pas non plus de discours spécifique au marché financier, pas de corpus pour une « bonne » gestion sociale. Le marché financier évalue globalement à partir de quelques principes généraux qu'il véhicule sur la gestion sociale. Ainsi, l'analyse financière ne traite pas de la population de l'entreprise. Le *corporate governance*, quant à lui, met l'accent sur le contrôle de la rémunération des dirigeants et souhaite mieux relier rémunération et performance. Il ne traite pas explicitement de la gestion des autres couches de la population salariée de l'entreprise.

La recherche des profils « qualifiés » au détriment des autres ne fait pas l'objet de recommandations explicites mais semble plutôt fonctionner comme une norme diffuse sans fondement théorique ou empirique. Le marché financier semble reprendre à son compte le discours sur la valorisation des profils qualifiés sans pour autant l'explicitier.

C. CONCLUSION

Au terme de cette recherche sur les méthodes d'analyse financière, plusieurs pistes se dessinent.

Si les acteurs du milieu financier semblent se préoccuper aussi peu de la gestion sociale de l'entreprise, hormis par défaut sous la forme d'un évitement des crises, n'est ce pas parce qu'ils estiment qu'il y a peu à gagner de ce côté là ? Ils considèrent que l'entreprise évolue dans un contexte juridique dont elle n'a pas la maîtrise. Les marges de manœuvre de l'entreprise sur la gestion sont largement contraintes par la législation et les gains substantiels que l'on peut obtenir émanent de changements nationaux plutôt que de transformations locales. Il ne servirait alors à rien d'analyser de façon détaillée la politique sociale d'une entreprise particulière. Il conviendrait en revanche pour l'investisseur d'évaluer les contraintes nationales (salaire minimum, durée légale du travail...) préalablement à un investissement dans un pays donné.

L'idée que les financiers ne prennent pas en compte la gestion sociale est une interprétation paradoxale : les modifications d'organisation du travail, les réductions d'effectifs, l'utilisation optimisée des différentes formes de contrat de travail constituent une préoccupation permanente de l'entreprise pour accroître son résultat opérationnel. Ces opérations sont chiffrées par les entreprises et communiquées aux analystes financiers qui traitent ces informations avec attention. Cela signifie-t-il que les analystes prennent en compte une information déjà formatée par l'entreprise sous un nom qui n'est pas « gestion sociale » ? Les analystes sont directement intéressés par les conséquences de ces opérations de gestion RH sur la concurrence, les parts de marché, les coûts mais ils ne se placent pas en position d'évaluer la pertinence d'une gestion de RH et « font confiance » aux dirigeants. Ils jugent qualitativement les actions en matière de RH selon un référentiel général diffus et mesurent seulement leurs conséquences chiffrées.

Cet état des lieux peut se justifier soit en disant que le risque social est complètement diversifié (et seule sa composante macro est observable au niveau du cours) soit en arguant du coût de traitement des données sociales du fait de leur grande complexité.

D. BIBLIOGRAPHIE

- Abowd J., 1990 : « The effects of human resource management decisions on shareholder value ». *Industrial and labor relations review* –February –volume 43 n°3.
- d’Arcimoles C.H., 1995 : « Risque social et allocation optimale des fonds pour la création d’un rating social ». *Analyse financière* – septembre n°104.
- d’Arcimoles C.H., Huault I., 1996 : « Relations industrielles, productivité et valeur boursière de l’entreprise ; apports et limites des recherches anglosaxonnes » in Fericelli A.M. et Sire B. : *Performance et ressources humaines*. Economica.
- d’Arcimoles C.H., 1997 : « Information sociale, bilan social et évaluation financière de l’entreprise : une analyse des pratiques et attentes des professionnels ». LIRHE, actes du colloque : *Vingtième anniversaire du bilan social* – 5 et 6 juin 1997 – Université des Sciences Sociales – Toulouse I.
- d’Arcimoles C.H., 1999 : Les investisseurs face à la performance sociale de l’entreprise. *Revue française de gestion* - janvier-février.
- Baudru D, Morin F : 1999. « Gestion institutionnelle et crise financière, une gestion spéculative du risque ». *Architecture financière internationale*, Conseil d’Analyse Economique. La Documentation Française, Paris.
- Ernst & Young, 1997 : *Measures that matter*. The Ernst & Young center for business innovation.
- Farber H. & Hallock K., 1999 : « Have employment reductions become good news for shareholders ? the effect of job loss announcements on stock prices, 1970-97 ». *NBER, working paper* n° 7295.
- Frison Roche A.M. et Nussembaum M., 1995 : « Les méthodes d’évaluation financière dans les offres publiques de retrait et les retraits obligatoires d’Avenir-Havas-Média à Sogénal ». *Revue de droit bancaire et de la bourse* - N°48.
- Husson B., 1996 : « Performance de l’entreprise : rentabilité versus marge ». *Analyse financière* - septembre n° 108.
- Jacquet D., 1997 : « Rentabilité et valeur : EVA et MVA ». *Analyse Financière* - septembre
- Jollant M., 1996 : « Panorama et pertinence des méthodes d’évaluation ». *Analyse Financière* - Septembre n° 108.
- Koch S., Trémolières R., 1995 : « Evaluation économique et stratégique de l’entreprise : évolution et nouvelles tendances ». *Analyse Financière* - Septembre n° 104.

- Lordon F., 2000 : « La « création de valeur » comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la « valeur actionnariale » ». *L'Année de la Régulation*, Volume 4. La Découverte, Paris.
- Mc Kinsey, 1995 : *Valuation : measuring and managing the value of companies*. John Wiley & Sons, New York.
- Mathé J.C. et Rivet A., 1995 : « Valeur et rentabilité de l'entreprise : l'effet des ressources humaines ». *Analyse financière* - mars n° 102.
- Montagne S., 1999 : « Formation du cours de bourse : les acteurs, leurs logiques, leurs interactions ». *La revue de l'IRES* – n°29 hiver 1998-99.
- Perrier D., 1998 : « Prendre en compte la valeur économique ». *Banque* - n° 596 octobre
- Pluchard J-J., 1996 : « L'évaluation des ressources humaines ». *Problèmes économiques* - n°2 469 – 24 avril 1996.
- Revue d'Economie Financière, 1994 : *Les relations des sociétés avec les investisseurs institutionnels*. Hiver n°31 - Supplément .
- Sentis P., 1998 : « Performances à long terme et caractéristiques financières des entreprises qui réduisent leurs effectifs ». *Finance Contrôle Stratégie* - volume 1, n°4, décembre
- Tierny J., 1998 : « Décision économique et valeur actionnariale chez Michelin ». *Analyse financière* - juin n°115.
- Williams K & allii, 1998 : « Employment creation and labour market policies ». International Working Party on Labour Market Segmentation – 20th conference – July 9-14 – Arco, Trento – Italy.

**IV. LES CARACTERISTIQUES ET LES COMPORTEMENTS DES INVESTISSEURS
INSTITUTIONNELS AMERICAINS : LES FONDS DE PENSION ET LES *MUTUAL FUNDS***

Les investisseurs institutionnels étrangers, notamment américains, figurent aujourd'hui en bonne place dans l'actionnariat des grandes entreprises françaises et même des PME cotées au second marché. Pour analyser l'impact de ce nouveau type d'actionnaire sur la gestion des entreprises en France, il est nécessaire d'en connaître les logiques de fonctionnement et d'en caractériser les comportements, distincts selon le type de gestionnaire en question. Car ces investisseurs institutionnels ne forment pas un groupe homogène. Ils diffèrent du point de vue de leurs objectifs d'investissement, de leur tolérance aux risques, de leur environnement réglementaire et des stratégies mises en œuvre au niveau du gouvernement des entreprises et du contrôle de leurs performances. Ce sont ces différences que ce chapitre entend mettre en évidence.

On analysera successivement le cas des fonds de pension et celui des grandes sociétés américaines de gestion collective de l'épargne (qu'on désignera par la suite sous le nom de *mutual funds* ou de fonds communs de placement indifféremment). Car ces deux catégories d'investisseurs institutionnels ont acquis une force de frappe financière considérable et ce faisant un pouvoir croissant, tant sur les entreprises que sur le salariat et la société en général. En réponse à la hausse des marchés boursiers, ils ont investi de plus en plus en actions au détriment des titres à revenu fixe. En quête permanente de nouveaux débouchés et pour répondre à des exigences réglementaires de diversification, ils ont accru notablement leurs placements en actions à l'étranger dans les années 90. De ce fait, le type de domination qu'ils exercent s'est diffusé à de nombreux pays et se traduit par des exigences accrues de participation au partage du profit et au contrôle des entreprises.

En France, ils sont à l'origine de plus de 80 % des transactions opérées sur les actions françaises cotées à la bourse de Paris⁸, à l'instar de la situation sur les grandes places financières au niveau mondial. Leur puissance financière est d'autant plus importante que la taille de la capitalisation boursière française (1 026 milliards de \$ en juin 1999) est sans commune mesure avec celle de la capitalisation boursière du NYSE et du NASDAQ réunis (15 019 milliards de \$)⁹. Le poids relatif de ces investisseurs étrangers est estimé aujourd'hui à 36 % de la capitalisation boursière française. C'est cet élément qui explique le caractère particulièrement aigu du débat français. Pour des raisons qui tiennent aux traits historiques particuliers du capitalisme français et au relatif désintérêt des investisseurs institutionnels français pour le marché boursier, cette présence de capitaux étrangers est beaucoup plus importante que dans d'autres pays. Alors que la France occupe le deuxième rang mondial du point de vue du montant des OPCVM sous gestion, derrière les Etats-Unis.

⁸ Cf. Chocron M. et Grandjean H. : « Comportements des agents économiques sur les marchés de valeurs mobilières au troisième trimestre 1999 », *Bulletin de la Banque de France*, n°76, avril 1999.

⁹ D'après la Fédération internationale des bourses de valeur

A. L'ÉPARGNE-RETRAITE ET LA PUISSANCE FINANCIÈRE DES FONDS DE PENSION AMÉRICAINS

Les fonds de pension (FP) américains collectent l'épargne-retraite des salariés américains dans le cadre de la relation contractuelle qui les lie à l'entreprise. Ils sont gérés en majorité sous forme de trust, statut juridique distinct de l'entreprise dont ils sont issus. On distingue trois types de régimes professionnels de retraite aux États-Unis : les régimes d'employeurs du secteur public sont, du point de vue du montant des actifs gérés, parmi les plus importants FP pris individuellement, notamment ceux des grands États de la Fédération (tableau 1). Ces fonds sont gérés par un conseil d'administration comprenant en général des représentants nommés par l'État ou les collectivités locales concernés et des représentants élus par les salariés, la composition de ces conseils pouvant varier d'un État à l'autre. Ces FP sont réglementés par les lois de leur État respectif. Ces derniers s'alignent toutefois en matière d'investissement sur les principes prudentiels issus de la loi régissant les FP du secteur privé. Les régimes d'employeurs du secteur privé sont les plus nombreux et sont quant à eux entièrement contrôlés par le sponsor du fonds, c'est-à-dire l'employeur. Ils dépendent de la loi ERISA (*Employee Retirement Income Security Act*) promulguée en 1974, qui a édicté un certain nombre de règles prudentielles pour protéger les retraites des bénéficiaires de ces fonds. Enfin, les régimes multi-employeurs relèvent également du secteur privé et couvrent en général les salariés des secteurs caractérisés par une forte mobilité professionnelle ou par la présence de nombreuses entreprises de petite taille (le FP des *Teamsters* est le plus important d'entre eux par sa taille). Dans le cadre de ces régimes, réglementés par la loi *Taft-Hartley* en 1947, les syndicats ont droit à une représentation maximale de 50 % au sein du conseil d'administration du fonds. Ils gèrent donc paritairement ce type de fonds avec différents employeurs au sein d'un même secteur. Ils ont souvent de fait le contrôle de ces fonds du fait de la dispersion des employeurs et de la faiblesse de leur organisation, c'est pourquoi on les appelle parfois des « fonds syndicaux ».

1. Les stratégies de placement : montée des placements en actions, de l'indexation et de la diversification internationale

Quels que soient les types de régimes d'employeurs évoqués précédemment, ils se présentent en général sous deux formes distinctes. Les régimes à prestations définies garantissent un niveau déterminé de retraites aux salariés (en fonction de leur niveau de salaire et de leur ancienneté) et les risques sont portés par l'entreprise. C'est la forme que revêtent presque tous les FP du secteur public et les FP syndicaux. Les plans à cotisations définies relèvent quant à eux d'une autre logique : dans ce cas en effet, le niveau des retraites est soumis directement aux aléas des placements financiers et les risques sont endossés par les salariés. Ces plans à cotisations définies ont connu un essor particulièrement vigoureux au cours de ces dernières années auprès des entreprises du secteur privé (notamment les régimes 401 k), de même que les plans individuels de « retraite » appelés *Individual*

Retirement Accounts (IRAs). A fin 1999, *l'Investment Company Institute* qui est l'organisme représentatif des OPCVM américains, évaluait le marché de l'épargne-retraite aux Etats-Unis à 12 700 milliards de \$ [ICI, 2000]. La gestion d'actifs liée à cette épargne-retraite et à l'épargne des ménages représente donc un marché considérable pour les différentes institutions financières qui s'affrontent sur ce marché.

En matière de placement, il existe deux grands types de gestion : une gestion dite passive ou indicielle, où le gestionnaire cherche à reproduire la composition des valeurs des principaux indices boursiers de référence. Cette pratique est souvent le fait des FP de taille importante (notamment les grands FP du secteur public) qui sont quasiment obligés d'investir dans les principales valeurs de la cote sur une place financière donnée, compte tenu de leurs contraintes de diversification. Elle garantit un taux de retour sur investissement proche de celui du marché pour des coûts de gestion réduits, ce qui obéit à la règle de gestion prudente auxquels les FP sont soumis. Une gestion dite active, plus coûteuse, où le gestionnaire recherche le rendement dans le but de battre l'indice. Cette technique implique souvent une forte concentration des actifs (notamment en actions), des transactions fréquentes et un risque plus élevé que dans le cas de la gestion passive.

La gestion passive s'est développée, surtout au cours de la décennie 80, avec les fonds indexés qu'on trouve principalement chez les FP du secteur public. Elle est en fait de plus en plus répandue, y compris chez les *money managers* réputés actifs. Les techniques utilisées pour l'indexation, notamment les techniques de couverture, sont de fait très proches des outils les plus agressifs disponibles sur le marché des capitaux, traquant un grand nombre de titres et engendrant des ordres de vente ou d'achat fréquents et volumineux [Barber & Ghilarducci, 1993] .

Au-delà du type de gestion choisi qui n'est pas exclusif l'un de l'autre au sein d'un même fonds, le choix d'une stratégie de placement peut s'opérer non seulement entre types d'actifs (actions, obligations, immobilier, hypothèques, etc.) mais également par rapport à des arbitrages domestique/étranger. Les FP ont accéléré le développement de leurs placements en actions surtout à partir des années 90, portés par l'euphorie boursière et la perspective de rendements plus élevés que les titres à revenu fixe. Ceci vaut particulièrement pour les FP du secteur public de certains Etats qui s'étaient vus, jusqu'à une date récente, refuser le droit d'investir en actions ou instaurer un plafond pour leur portefeuille d'actions. En 1996, ces restrictions ont été levées, reflétant l'engouement général du public pour le marché des actions [Useem & Hess, 1999].

A fin 1999, l'investissement en actions représentait ainsi la part majoritaire des placements des FP américains (56 %), au détriment des investissements en obligations (8 %) et des titres du gouvernement (12 %). A cette date, les FP comptaient pour 27 % de la capitalisation boursière

américaine, venant au deuxième rang des détenteurs d'actions derrière les ménages (47 %) ¹⁰. Toutefois, depuis 1994, les FP du secteur privé sont vendeurs nets d'actions à la différence des FP du secteur public comme il l'a été mentionné plus haut.

Les FP ont tendance depuis une dizaine d'années à augmenter aussi la part de l'investissement international dans le total de leurs placements (10 % d'actions étrangères en moyenne, souvent le double pour les FP du secteur public), de manière à diversifier les risques (tableau 2). Ils ont pu le faire grâce à la libéralisation et à la déréglementation des principales places financières mondiales, qui s'est traduite par un développement des marchés financiers européens et asiatiques, alimenté par les politiques actives de privatisations menées par ces gouvernements et par l'endettement de ces mêmes Etats. Ces placements, plus risqués (risque de change notamment), peuvent offrir des retours sur investissement plus élevés que les placements domestiques. Ils sont aussi plus volatils : en anglais, on dit qu'ils ont le pied léger (*foot-loose*) car les techniques de courtage en usage permettent d'acheter et de vendre de larges volumes d'actions et d'utiliser des produits dérivés pour se couvrir des risques associés à ce type d'investissements.

Un nombre restreint de FP sont responsables des placements en actions internationales. En septembre 1998, 10 FP comptaient pour le quart du total des actions étrangères détenues par les investisseurs institutionnels américains et 25 FP comptaient pour 42 % de ce total. La part du portefeuille de ces 25 FP détenue en actions internationales est passée de 7,7 % en 1993 à 12,3 % en 1998 [The Conference Board, 1999].

2. L'externalisation croissante de la gestion

Les FP aux Etats-Unis ne gèrent qu'une partie des actifs détenus au compte de leurs bénéficiaires, confiant de plus en plus à des prestataires extérieurs le soin de faire fructifier ces actifs. En 1993, les FP détenaient la moitié des actifs totaux des investisseurs institutionnels mais n'en géraient en direct que 22 % [Useem, 1996]. Ce sont les FP du secteur privé qui recourent le plus fréquemment à des gestionnaires externes (les deux tiers environ) tandis que les FP du secteur public, de taille importante et dotés de ressources propres, gèrent une partie plus grande de leurs fonds en interne. CalPERS par exemple gère environ 60 % de ses actifs en interne ; il emploie toutefois une soixantaine de professionnels du placement pour gérer une partie de son portefeuille de titres domestiques et internationaux ¹¹. La gestion des actifs internationaux est quasiment toujours déléguée à des gestionnaires de fonds spécialisés (banques, gestionnaires de MF ou gestionnaires indépendants). Et la tendance à l'externalisation de la gestion se renforce, y compris pour les FP publics qui délèguent de façon croissante la gestion de leurs fonds à des sociétés spécialisées.

¹⁰ Cf. *Flow of funds accounts*, Board of governors, Federal reserve system, March 10, 2000.

Cette gestion peut être confiée à des compagnies d'assurance, à des banques, ou à des gestionnaires indépendants qui font de la gestion individualisée en comptes séparés ou de la gestion collective pour compte de tiers (ces derniers sont désignés sous le terme de *mutual funds* aux Etats-Unis). Chacune de ces institutions financières obéit à des critères prudeniels plus ou moins contraignants selon les cas. Parmi eux, les gestionnaires de fonds communs de placement ont accru notablement leur part de marché de la gestion déléguée des actifs des FP, et figurent aujourd'hui en bonne place aux côtés des départements de fiducie bancaire en tant que gestionnaires de fonds pour compte de tiers, comme le montre le tableau 3.

Le choix des gestionnaires extérieurs est le fait des sponsors des FP (en général le directeur financier ou le trésorier de l'entreprise pour les fonds d'employeur du secteur privé), assistés de cabinets de conseil spécialisés dont le rôle est primordial (*pension fund consultants*). Non seulement ils sélectionnent les gestionnaires spécialisés pour le compte des FP mais ce sont eux également qui définissent le cahier des charges, l'obligation de résultat du gestionnaire et le suivi de cette gestion déléguée. Ils déterminent en outre la stratégie d'allocation d'actifs des FP en fonction du passif social de l'entreprise.

Ce choix se fait par appel d'offre plus ou moins large selon les cas. Il s'opère sur la base des performances passées des gestionnaires, de leurs styles d'investissement et des techniques utilisées en matière de sélection de portefeuille, informations qui sont recueillies au sein de bases de données et constamment mises à jour par les consultants. Ces gestionnaires peuvent être révoqués par les sponsors dans un délai de 30 jours. C'est cet ensemble, composé des prestataires extérieurs (qui peuvent avoir des liens en capital entre eux) et des FP eux-mêmes, que les anglo-américains ont coutume d'appeler la "*pension industry*".

Les gestionnaires ont en général un cahier des charges assez strict à respecter mais à l'intérieur d'une allocation d'actifs déterminée, ils sont libres de sélectionner leurs placements. Ils sont rémunérés en fonction du montant et du type d'actifs gérés ainsi que du mode de gestion choisi (actif ou passif). Ils ont en conséquence tout intérêt à accroître le volume des actifs sous gestion (leur part de marché) en réalisant les meilleures performances, qui sont soumises en permanence à une évaluation (généralement trimestrielle) établie par des cabinets de conseil spécialisés, sortes d'agences de notation pour *money managers* (*Wilshire Associates, Frank Russel, etc.*).

Des performances qui, de manière répétée, seraient inférieures à la moyenne, peuvent conduire à la perte d'un mandat de gestion. Cela constitue une menace permanente pour les gestionnaires de fonds. Cette pression concurrentielle interne au marché de la gestion d'actifs lui-même très atomisé conduit les gestionnaires de fonds à exiger une valorisation rapide de leurs placements. Leur contrat de

¹¹ Cf. Pensions & Investments, January 24, 2000.

gestion et leur rémunération en dépend. Ils sont en conséquence poussés à avoir un comportement de *trader*, considérant les titres qu'ils ont acquis comme des actifs négociables et non comme des actifs immobilisés car ils sont mus avant tout par des anticipations de gains. Cela explique qu'ils puissent se retirer d'une entreprise saine dont le titre est très bien coté, par crainte qu'il n'y ait plus de perspective intéressante de valorisation boursière. Cette concurrence peut se produire y compris entre gestionnaires de portefeuille gérant différents fonds appartenant à la même société de gestion (c'est le cas chez *Fidelity* par exemple). La réglementation publique les y contraint aussi, la SEC exigeant qu'ils rendent publiques régulièrement leurs performances. Toutes ces pressions jouent en faveur d'une recherche de liquidité des titres, en dépit de l'horizon de long terme des FP, ce qui explique que la durée de détention des actions des FP ne soit que de sept mois en moyenne.

3. Un activisme circonscrit et relativement médiatique

L'activisme des FP américains s'est développé à partir du milieu des années 80, d'abord aux Etats-Unis puis à l'étranger au cours des années 90, où ils ont accru notablement leurs placements en actions (en Grande-Bretagne et en France notamment). D'après le Ministère du travail américain, 35 % seulement des FP pratiqueraient l'activisme sous une forme quelconque. Il est principalement le fait des FP du secteur public et des FP multi-employeurs, plus indépendants des directions d'entreprise que les FP du secteur privé et moins sujets à des conflits d'intérêt [L'Hélias, 1997]. Ces derniers sont en effet peu enclins à l'activisme, soucieux de ne pas s'immiscer dans la gestion des entreprises et d'être en retour à l'abri de telles pressions.

Les FP du secteur public, qui sont en général de gros actionnaires, ne détiennent chacun guère plus de 1 à 2 % des titres d'une entreprise aux Etats-Unis qu'ils gèrent de façon indexée. Mais ces actifs sont difficilement négociables, vu le volume des titres détenus. Ne pouvant exprimer leur désaccord en se retirant purement et simplement d'une entreprise jugée peu performante (*Wall Street Walk*), au risque de vendre à perte ou de provoquer une chute brutale des cours et en conséquence de la valeur de l'indice, ils n'ont d'autre choix que de donner de la voix. Ils participent aux assemblées générales d'actionnaires pour y faire entendre leur point de vue, à savoir accroître la valeur de l'entreprise pour les actionnaires et engagent pour ce faire des batailles de résolutions (éventuellement en constituant des alliances avec d'autres fonds). Compte tenu du coût élevé de cet activisme, et de la diversification de leurs portefeuilles, leurs exigences ne peuvent portées que sur des enjeux très standardisés. Les cibles du *corporate governance* sont en général les mécanismes de défense contre les OPA, les niveaux de salaire des dirigeants, la composition des conseils d'administration, voire des équipes dirigeantes. Depuis 1994, ils sont tenus par le ministère du travail d'exercer leur droit de vote dans les assemblées générales d'actionnaires des entreprises étrangères dont ils détiennent des titres.

En France, l'activisme des FP américains et la pression des marchés financiers ont commencé à se faire sentir après les privatisations des années 90. Leur immixtion dans le capital des grandes

entreprises françaises (tableau 4) a ouvert une brèche dans le système des participations croisées et des noyaux d'actionnaires mis en place et consolidés durant quelques années [Morin, 1998].

Un certain nombre de mesures faisant suite à plusieurs rapports (Viénot I et II, Marini, Esambert) ont été prises pour aller dans le sens des exigences de ces nouveaux actionnaires, notamment au sein des entreprises du CAC 40. Leurs préoccupations principales portent sur l'indépendance des administrateurs, la qualité du management (la rémunération des dirigeants doit être liée aux performances de l'entreprise) et des résultats financiers attendus ainsi que sur la définition claire des options stratégiques. Les dirigeants français sont cependant loin de se conformer à ces principes même si des changements notables ont eu lieu. Ils continuent notamment à vouloir se protéger d'éventuelles OPA en limitant les droits de vote, suite au décroisement des participations qui les a rendus vulnérables de ce point de vue¹².

Leur approche est fondée sur la rentabilité et la liquidité du placement effectué. Compte tenu de la loi ERISA qui joue comme un référentiel même si les FP publics n'y sont pas soumis en tant que tels, ils sont tenus d'optimiser la rentabilité de leurs placements tout en minimisant les risques. Ils doivent en effet gérer selon les règles de prudence admises au sein de la communauté des gestionnaires de fonds, en diversifiant les investissements afin de diminuer les risques de perte. En fonction de leur approche, ce sont soit les données macro-économiques ou macro-sectorielles qu'ils vont privilégier dans leur choix d'investissement, soit directement les caractéristiques des entreprises. Les investisseurs anglo-américains, à la différence des autres, ont tendance à privilégier les entreprises et à adopter un style d'investissement *bottom up*. La gestion de leurs placements internationaux est active, contrairement à celle de leurs titres domestiques. Elle est pour ce faire toujours déléguée à des gestionnaires spécialisés, ainsi que l'exercice des droits de vote correspondant à ces placements.

En France, CalPERS ou TIAA-CREF sont présents dans de nombreuses entreprises du CAC 40. La France arrive ainsi au troisième rang des pays d'accueil des placements financiers de CalPERS à l'étranger avec 3 milliards de \$ d'actifs concentrés pour l'essentiel dans les valeurs du CAC 40, après le Japon (7 milliards de \$) et le Royaume-Uni (6 milliards de \$). Parmi les sociétés du CAC 40, il est cependant exceptionnel que CalPERS apparaisse comme l'actionnaire étranger le plus important, de même TIAA-CREF, contrairement aux gestionnaires pour compte de tiers comme *Franklin Templeton*, *Fidelity* ou *Capital Group* ou bien aussi à des compagnies d'assurance. CalPERS a adopté des principes de *corporate governance* valables au niveau mondial en décembre 1996. Ceux-ci reposent sur six exigences : comptabilité, transparence, équité, amélioration des méthodes de vote, code de bonne conduite, vision de long terme. Il a en outre décliné ces principes pour quatre pays où sa présence est importante : le Royaume-Uni, la France, l'Allemagne et le Japon.

¹² Cf. « En garde, French shareholders », *Business Week*, May 8, 2000.

Or les pratiques françaises sont loin d'être conformes à ces règles compte tenu des spécificités du capitalisme français : participations croisées, jeu de chaise musical entre administrateurs, toute-puissance des PDG, etc. CalPERS a donc dû faire entendre sa voix à plusieurs occasions auprès des dirigeants des grandes entreprises françaises et cet activisme ne peut que se renforcer dans l'avenir.

De son côté, TIAA-CREF a promulgué en 1987 ses propres recommandations en tant qu'actionnaire, incitant dix entreprises américaines à éliminer les dispositifs anti-OPA (*poison pills*) que les dirigeants avaient mis en place pour se protéger de l'extérieur. Et en 1988, il a créé en son sein un Comité pour le *corporate governance* et la responsabilité sociale, chargé d'édicter des règles de bonne conduite et de superviser les participations lors des votes d'assemblées générales d'actionnaires. Le FP a également engagé des consultants pour aller discuter en son nom avec les directions des entreprises. Toutefois, ces principes de *corporate governance* mis au point aux Etats-Unis ne sont pas appliqués de manière strictement mimétique à l'étranger (et en France), du fait des différences notables dans les modes d'organisation des entreprises et des rapports dirigeants/actionnaires. Le comportement de TIAA-Cref en la matière est plutôt d'éviter les conflits et de rechercher les compromis, tout en manifestant la volonté de renforcer les principes du *corporate governance*.

B. LA PROGRESSION SPECTACULAIRE DES *MUTUAL FUNDS* AMERICAINS COMME RECEPTACLE PRIVILEGIE DE L'EPARGNE SALARIALE ET DES MENAGES

La forte croissance du secteur des *mutual funds* (MF) aux Etats-Unis (18,3% de taux de croissance annuel moyen des actifs sous gestion depuis 1970) est liée au succès rencontré par les sicav monétaires au début des années 80, et à l'essor des plans à cotisations définies et de l'épargne salariale, qui familiarisent les ménages américains avec la gestion collective de l'épargne [Marchand, 1994]. Ce sont avant tout les ménages (aisés) qui détiennent le plus de parts de MF fin 1999 (69%), même si leur part est allée diminuant depuis les années 70, devant les FP du secteur privé (17%), les trusts bancaires (11%) et les autres institutions financières.

La croissance des MF est en partie liée à celle de l'épargne-retraite. Deux chiffres permettent d'en prendre la mesure : sur un marché de l'épargne-retraite estimé par l'ICI [2000] à 12 700 milliards de \$, ils en gèrent 2 500 milliards pour compte de tiers, soit une part de 20% (contre 5% en 1981) ; sur la masse des actifs gérés par les MF évaluée selon l'ICI [2000] à 6 846 milliards de \$ en fin d'année 1999, ces 2 500 milliards de \$ en représentent 35% (contre 6% en 1981) et sont principalement concentrés dans les fonds investis en actions. Les MF ont surtout réalisé une percée sur le marché des plans à cotisations définies et des plans individuels de retraite : ils gèrent à fin 1999 45% des actifs des plans d'épargne-retraite de type 401k développés à partir de 1981 (contre 9% en 1990) et 49% des IRAs, créés en 1974 pour les salariés ne disposant pas de régime d'entreprise et pour ceux qui décidaient de quitter l'entreprise avec leur épargne-retraite (contre 24% en 1991). Aux yeux de la

clientèle de salariés désormais en partie responsables de leurs propres placements, les MF offrent l'avantage d'adapter les risques à chaque profil spécifique (accès à l'information, professionnalisme, diversification, liquidité, etc.). Leur image de marque étant très médiatisée, ils ont un avantage concurrentiel indéniable par rapport aux autres institutions financières qui proposent des types d'investissements alternatifs moins connus du public comme les annuités variables pour les compagnies d'assurance ou bien les comptes séparés pour les trusts bancaires.

1. Un secteur fragmenté et strictement réglementé

On distingue habituellement trois types de MF mais seule la première catégorie, par ailleurs la plus nombreuse, est véritablement désignée sous ce nom. Il s'agit des sociétés d'investissement à capital variable (*open-end investment companies*). Ces sociétés gèrent un (ou plusieurs) portefeuille(s) diversifié(s) de titres pour le compte de leurs clients. Elles sont autorisées à émettre un nombre illimité de parts en contrepartie des demandes de nouveaux investisseurs, à un cours correspondant à la valeur nette de leur portefeuille d'actifs financiers. Inversement, elles doivent se tenir prêtes à revendre les parts des investisseurs sortants.

Le MF typique a peu de ressources en interne. Presque toute sa gestion est contractualisée, entre les administrateurs (*trustees*) ou les directeurs selon la forme juridique du MF (soit une société anonyme, soit un *business trust*) et les différents prestataires externes (filiales ou sous-traitants). Les MF sont gérés par un conseil d'administration élu par les actionnaires qui ont mis en commun leurs ressources dans le fonds et qui supportent le risque d'investissement. Les titres sont sélectionnés par une firme de conseil en investissement (*investment adviser ou money manager*), constituée dans la plupart des cas par le sponsor à l'origine du fonds et qui emploie des analystes et des gestionnaires de portefeuille pour le suivi des valeurs et la gestion quotidienne du (ou des) fonds. A la différence de la France et de nombreux autres pays, le secteur des MF aux Etats-Unis n'est pas dominé par un oligopole bancaire mais éclaté en de nombreux métiers. Cette séparation des rôles est la conséquence de la législation des années 30 (en particulier le *Glass Steagall Act*) qui a pendant longtemps érigé des frontières étanches entre les différentes activités financières, même si cette législation a connu un processus continu de déréglementation jusqu'à son abrogation tout récemment.

Le secteur des MF implique en conséquence une diversité d'acteurs :

- le sponsor ou “ parrain ” qui organise le fonds à ses débuts ; celui-ci peut être un courtier-marchand de titres, une compagnie d'assurance, une banque ou une société de conseil en investissement. Cette dernière peut être indépendante (ex. *Fidelity*) ou filiale de banque ou de compagnie d'assurance ;
- le distributeur, un courtier (*broker*) agréé qui joue le rôle de banque d'investissement en émettant les actions (ex. *Merrill Lynch*) ;

- le conseiller responsable de la gestion du portefeuille, des prêts et des emprunts (qui peut être une banque depuis 1972) ; il est rémunéré sur la base d'un % des actifs nets du fonds durant l'année ;
- l'administrateur responsable de la comptabilité et de la gestion de trésorerie ;
- le gardien ou dépositaire, le plus souvent une banque, qui détient les comptes des échanges de titres et la comptabilité générale ;
- l'agent intermédiaire chargé d'opérer les achats et les ventes de titres, de verser les dividendes, intérêts et gains en capital, etc.

Ces prestataires peuvent être regroupés au sein d'un seul et même groupe comme *Fidelity* ou *Franklin Templeton* qui offre toute la palette des services requis par le biais des différentes filiales. Mais c'est plus souvent des filiales de maisons de courtage, de compagnies d'assurance et de banques (ces dernières représentant un quart des sociétés de gestion de MF). Lorsqu'il s'agit de groupes de MF, cette gestion est assurée par des filiales de conseil en investissement (ex. *Fidelity Management Research Company*, filiale de *Fidelity* ou encore *Putnam Advisory Company*, filiale de *Putnam*). Certaines de ces entreprises sont cotées en bourse comme *Franklin, T. Rowe Price* ou *Federated Investors*. Mais elles appartiennent le plus souvent aux professionnels qui y travaillent, leurs fondateurs ou leurs héritiers occupant généralement une place prédominante¹³.

Les MF sont soumis à la réglementation de l'autorité boursière américaine (la *Securities Exchange Commission*) et de quatre lois fédérales datant des années 30 et 40 dont l'*Investment Company Act* de 1940 constitue la pierre angulaire. Ils doivent être enregistrés auprès de la SEC si le nombre de leurs actionnaires est supérieur à cent, seuil qui distingue les MF classiques des *hedge funds* (et qui permet à ces derniers d'échapper au contrôle de la SEC). Cette réglementation porte sur les limites des transactions entre un fonds et ses affiliés, les limites aux capacités d'emprunt des fonds, les règles concernant la conservation des actifs, la tarification des commissions, les contraintes de diversification et de liquidité, etc. Un MF diversifié ne peut investir dans une même opération plus de 5 % du total des actifs qu'il a sous gestion et plus de 10 % du capital d'une société dans laquelle il prend une participation. La législation de 1996 (*National Securities Markets Improvement Act*) redéfinit la réglementation des MF, renforçant le contrôle de la SEC et éliminant les réglementations des Etats. Une compagnie d'investissement est soumise à l'impôt sur le revenu des sociétés, mais ne paie pas d'impôt si elle distribue au moins 90 % de son revenu imposable aux actionnaires. Dans ce

¹³ *Fidelity*, le plus important gestionnaire de MF aux Etats-Unis, est resté un groupe familial. Il a comme principal actionnaire Edwar Johnson III, le petit fils du fondateur. Le groupe *Vanguard* est de ce point de vue l'exception puisque cette société, fondée au milieu des années 70 et dirigée par John Bogle, est détenue collectivement par les actionnaires détenteurs de parts des MF qu'elle a sous gestion.

contexte fiscal, les MF distribuent en général la totalité de leurs revenus avant la fin de l'année fiscale.

2. Un marché fortement concurrentiel, mais dominé par des groupes de MF

La plupart des entreprises du secteur sont des filiales de maisons de courtage, de compagnies d'assurance ou de banques. On y trouve également des entreprises indépendantes, qui sont parmi les MF les plus importants ainsi que le suggère le tableau 5, mais elles sont peu nombreuses. La concentration dans ce secteur n'a cessé de progresser depuis les années 80. Les trois premiers groupes de MF comptaient à fin juillet 1998 pour plus de 24 % des actifs totaux du secteur, les dix premiers pour 44 % et les vingt premiers pour 61 % selon une estimation de l'ICI [1998].

Ces gestionnaires sont rémunérés en commissions de vente et honoraires dont le montant varie en fonction du type et du volume de titres gérés, sachant que les rémunérations fondées sur les performances sont exceptionnelles (à la différence des *hedge funds*). Les gestionnaires d'un fonds investi en actions prélèvent en moyenne 1,5 % d'honoraires par an sur le volume des actifs gérés. La plupart des MF font payer des commissions de vente à l'entrée dans le fonds (*load funds*) qui s'élèvent aujourd'hui à environ 4 % de l'investissement initial (la réglementation prévoit un taux maximum de 8,5 %) et vont directement aux courtiers chargés des transactions ainsi que des commissions prélevées sur les ventes des titres (environ 1 %). Les autres MF (*no-load funds*) ne font pas payer de ticket à l'entrée et prélèvent des honoraires uniquement à l'occasion d'une vente de titres (légèrement supérieurs à 1 %). Ces types de fonds, dont Charles Schwab a été l'initiateur, gèrent leur relation à la clientèle via le réseau *internet*. Ce dernier a établi une sorte de supermarché électronique qui offre un choix de 1 640 fonds à ses clients, exécute les ordres d'achat et de vente des titres sans offrir ni conseil ni services et qui partage ses recettes avec ces différents MF. Pour ce faire, il a constitué une base de données qui contient toute l'information nécessaire sur ces fonds dont il restreint l'accès à sa clientèle (5,4 millions de clients actifs).

Les coûts d'exploitation d'un MF affectent leurs performances puisqu'ils viennent en déduction du retour sur investissement affiché. Ces coûts (coûts de courtage, coûts de distribution et coûts de gestion du fonds) représentent en général entre 0,5 % et 2 % des actifs du MF annuellement (1,04 % en moyenne selon l'ICI [1998]), variant selon la taille du MF (économies d'échelle) et selon la catégorie de titres sous gestion (valeurs de croissance, valeurs internationales, obligations municipales, etc.). Les systèmes informatiques nécessaires pour distribuer les parts de MF entrent pour une part importante de ces coûts. L'importance que revêt la distribution des parts de MF, notamment dans les stratégies de différenciation des firmes, a placé les intermédiaires financiers disposant de réseaux de vente au détail (banques, courtiers-marchands, compagnies d'assurance) en position de force. Une part encore petite mais croissante des actifs des MF est gérée par les compagnies d'assurance dans le cadre de leurs "comptes séparés". De même, les banques qui étaient

jusqu'en 1972 exclues par la réglementation du secteur des MF, ont été autorisées à faire leur entrée dans ce secteur en tant que conseil en investissement et courtier de MF [Fortune, 1997]. C'est pourquoi ces intermédiaires financiers acquièrent des firmes de conseil en investissement et de courtage et se sont mis à distribuer leurs propres MF [Sirri & Tufano, 1993 et Marchand, 1994].

3. Des stratégies de placement actives et ciblées

Parmi les investisseurs institutionnels, ce sont les gestionnaires de MF qui ont connu la plus forte croissance au cours de ces dix dernières années. Ils viennent tout de suite après les FP et les banques en terme de détention d'actifs sous gestion, comme le suggère le tableau 6.

Depuis 1999, les gestionnaires de MF ont dépassé les banques avec 6 800 milliards de \$ d'actifs sous gestion [ICI, 2000] alors qu'ils ne géraient que 1 100 milliard de \$ en 1990, loin derrière les banques, les FP et les compagnies d'assurance¹⁴. Leur croissance en moyenne annuelle est remarquable depuis 1990 (22 %) relativement à celle des FP du secteur privé (12 %) et des banques (6 %). Les MF sont en effet devenus un réceptacle de plus en plus important des plans d'épargne-retraite, notamment des plans à cotisations définies où les produits offerts sont généralement des parts de MF, avec une forte concentration en actions et des retours élevés pour ce type d'actifs. Depuis 1984, le montant des actifs accumulés dans les plans 401 k est ainsi passé de 55 milliards de \$ à 1 500 milliards de \$ aujourd'hui [ICI, 2000]. Cette croissance est due non seulement aux efforts de marketing réalisés par les gestionnaires de MF mais aussi et surtout au transfert de comptes 401 k gérés par les compagnies d'assurance et les banques vers les MF.

De fait, les MF américains ont acquis une puissance financière qui rivalise aujourd'hui avec celle des FP américains¹⁵. Pris individuellement, l'écart est encore plus saisissant : le montant des actifs gérés par Fidelity, le premier groupe de MF américain est près de cinq fois supérieur aux actifs de CalPERS, le premier FP aux Etats-Unis. Leur poids dans la capitalisation boursière américaine a plus que doublé entre le début des années 1990 et 1998, passant de 6,6 % à 20 %¹⁶ et les classant ainsi au troisième rang des détenteurs d'actions après les ménages et les FP. Toutefois, leur taille mesurée d'après le montant des actifs sous gestion, est très hétérogène. Seule une vingtaine de MF individuels ont des actifs supérieurs à 20 milliards de \$, l'énorme majorité d'entre eux ayant des fonds de moins d'un milliard de \$ sous gestion.

¹⁴ Les chiffres de l'association professionnelle sont surestimés par rapport à ceux du FRS du fait que l'ICI additionne les actifs sous gestion de l'ensemble des sociétés qu'elle représente et pas seulement ceux des MF (les FCP à capital variable –MF-, celles à capital fixe et les sicav monétaires).

¹⁵ Cf. ICI (1998) et *The Economist*, April 22 1998.

¹⁶ Cf. Board of Governors of the Federal Reserve : "Flows of funds accounts of the United States", March 10, 2000.

Les MF géraient à fin 1999 6 846 milliards de \$ d'actifs dont plus de la moitié investis en actions, le reste se répartissant à égalité entre obligations et SICAV monétaires [ICI, 1999] :

- 3 952 fonds investis en actions (*stock funds*) gérant 4 040 milliards de \$ d'actifs (59 % des actifs) ;
- 2 260 fonds investis en obligations et titres à revenu fixe (*bond and income funds*) gérant 808 milliards de \$ d'actifs (12 % des actifs) ;
- 1 045 *money market funds*, gérant 1 610 milliards de \$ d'actifs (23 % des actifs). Ce sont des fonds à court terme investis en titres du marché monétaires (maturité à un an ou moins).
- 533 fonds hybrides (actions, obligations et autres titres) gérant 383 milliards de \$ d'actifs (6 % des actifs).

Dans les années 90, les MF ont été les plus importants acquéreurs d'actions : celles-ci représentaient 74 % de leurs placements fin 1999, après en avoir représenté encore plus au début des années 70. De même, la part des titres liquides dans leur portefeuille est plus importante que celle des FP ou des autres intermédiaires financiers. Car contrairement aux FP, les gestionnaires de MF doivent en permanence se tenir prêts à faire face à des ordres de vente de la part de leurs actionnaires et ont de ce fait une contrainte de liquidités forte. L'horizon de placement et de gestion des MF est donc nécessairement plus court que celui des FP. Il est situé entre 6 mois et deux ans selon les cas. D'après *Morningstar*, près d'un quart des MF opèrent un renouvellement complet de leur portefeuille de titres chaque année (i.e. un taux de rotation de 100 %), ce qui témoigne d'une gestion très active mais orientée vers le court terme.

Contraints d'être performants sur un marché fortement concurrentiel, les gestionnaires de MF optent généralement pour une gestion active qui a pour cible l'entreprise. Le moteur de leur activité, c'est la recherche de performances financières pures, principalement pour la partie « retail », celle des comptes des ménages et des comptes d'épargne salariale de type 401k ou IRA. Ils font l'objet de classements réguliers par des cabinets de conseil spécialisés - *Morningstar*¹⁷ et *Lipper Analytical* pour les plus connus - qui aident ainsi les investisseurs à choisir à qui ils vont confier la gestion de leur épargne. Les choix de portefeuille opérés par ces gestionnaires sont fondés sur des techniques d'analyses sophistiquées mises en œuvre par des analystes financiers (*buy side*) qui cherchent à " battre l'indice ". Leurs styles d'investissement sont définis par le croisement de différents critères : la taille des valeurs acquises (petites, moyennes et grosses capitalisations), le type de valeurs

¹⁷ *Morningstar*, l'agence de notation de Chicago, a démarré en 1994 comme une simple lettre professionnelle. Elle engendre aujourd'hui des revenus annuels de 45 millions de \$ en procurant aux investisseurs l'information sur les MF nécessaire à leurs choix de placement, opérant un classement de ces établissements un peu à la manière du guide Michelin pour les hôtels et les restaurants en France.

recherchées (*growth* signifie que les gérants recherchent des entreprises aux fortes perspectives de croissance ; *value* signifie que les gérants recherchent des entreprises qui ne sont pas cher, auxquelles le marché prête peu attention), le caractère domestique ou international des placements, le caractère actif ou passif de la gestion. La plupart des gestionnaires adoptent un style d'investissement et s'y tiennent. D'autres changent quand les conditions du marché se modifient. Enfin, certains investisseurs mélangent les styles *growth* et *value* : on les désigne alors sous le terme *growth at a reasonable price* -GARP-. Leurs participations au sein d'une entreprise sont en général plus importantes que celles des FP : en France, ce sont eux qui franchissent le seuil de 5 % le plus fréquemment. Mais ces participations sont éclatées le plus souvent au travers de plusieurs fonds individuels qui appartiennent de fait au même groupe de MF, ce qui ne favorise pas toujours leur visibilité. Ceci leur permet de préserver une certaine liquidité des placements au niveau de chaque fonds comme le suggèrent D. Baudru et M. Kedichi [1998]. Toutefois, la liquidité du groupe de MF pris comme un tout paraît nettement moins assurée quand les participations agrégées atteignent jusqu'à 10 % du capital, sachant que les gestionnaires de portefeuille d'un groupe de MF échangent les informations.

D'après A. Maréchal [1998], les gestionnaires de MF placent plus de 30 % de leurs actions en valeurs de croissance (*growth funds*), et le reste en placements mixtes ou indexés. Toutefois, même si les styles d'investissement choisis les différencient les uns des autres (*Putnam* est réputé par exemple pour être un gestionnaire à dominante *growth* tandis que *Capital Group* ou *Scudder Kemper* sont plutôt connus pour être des gestionnaires à dominante *value*), ils ne peuvent dévier trop des indices de marché les plus répandus, évitant ainsi d'être pénalisés pour sous-performance et de perdre un mandat. A l'instar des gestionnaires internes de FP, très rares sont ceux qui prennent des positions extrêmes [Chan, Chen & Lakonishok, 1999]. Ce qui peut expliquer que seulement 10 % des gestionnaires actifs de MF parviennent à battre l'indice et que la performance moyenne des MF investis en valeurs de croissance est moins bonne (6,15 %) que celle des fonds indexés (11,64 % en 1998)¹⁸. C'est une des raisons pour lesquelles les années 90 ont vu le développement croissant des fonds indexés, c'est-à-dire de fonds dont la composition du portefeuille reflète celle des principaux indices de référence (S&P 500 pour les actions)¹⁹. Les autres raisons de la montée en puissance des fonds indexés tiennent à la taille croissante des actifs gérés par les MF et au type de clientèle aux besoins de laquelle ils répondent. Du fait de la masse des actifs gérés, les principaux MF, quel que soit leur type de gestion (active ou passive), ont tendance à concentrer leurs placements sur les

¹⁸ Cf. *Financial Times*, 29/10/98.

¹⁹ Le premier MF indexé a été créé pour les FP par *Barclays Global Investors* en 1971 tandis que le premier MF indexé pour une clientèle de particuliers fut établi en 1976 par le groupe *Vanguard*. *State Street Global Advisors* a quant à lui introduit le premier fonds international indexé. On estime aujourd'hui que près de 8 % des fonds investis en actions sont indexés et que cette part pourrait doubler d'ici la prochaine décennie (Boggle, 1999).

principales valeurs de la cote des marchés boursiers, qui répondent aux critères de liquidité et de visibilité exigés par ces fonds. Ce qui signifie que la composition du portefeuille d'un fonds connu pour sa gestion active comme *Magellan*, le principal MF de *Fidelity*, et celle d'un fonds indexé comme le *Vanguard Index 500*, principal MF du groupe *Vanguard*, tendent à se ressembler fortement. D'autre part, un segment croissant de la clientèle des MF se compose de salariés, titulaires de plans à cotisations définies (d'entreprise et individuels). Or ce sont eux qui assument le risque de placement et ont une plus grande aversion au risque que la clientèle fortunée des *hedge funds*. Ce qui explique également la poussée des MF indexés dont *Barclays*, *State Street* et *Vanguard* se sont fait une spécialité.

4. Un activisme discret, fait de pressions directes auprès des entreprises

Compte tenu de leur puissance financière et de leur poids dans la capitalisation boursière américaine, les gestionnaires de MF pourraient émerger comme des acteurs de première grandeur dans le gouvernement des entreprises. Ils talonnent aujourd'hui les FP en terme de puissance financière. Toutefois, leur forme d'activisme est beaucoup plus discrète que celle des FP. Et ils sont peu incités à être très actifs aux assemblées générales d'actionnaires : d'une part, ils ne peuvent ouvertement s'immiscer dans la gestion des entreprises et voter contre les équipes dirigeantes en place car ils sont susceptibles de gérer leurs FP ; d'autre part, la plupart des contrats de gestion et des honoraires qui sont prévus entre les FP et les *money managers* sont basés sur une gestion passive (participation à l'assemblée générale) plutôt qu'active (batailles de résolutions et de vote). Ils se contentent donc le plus souvent de pressions informelles, de lettres explicatives justifiant leur vote. Et comme le suggère un dirigeant de *Fidelity* [Pozen, 1994], l'activisme et le rôle croissant des investisseurs institutionnels, les gestionnaires de MF en tête, est relativement incompatible avec les objectifs de liquidité de leurs clients.

Face à la montée de « l'épargne-retraite » dont les MF ont été et continuent d'être le réceptacle privilégié (en particulier les régimes à cotisation définie et les plans individuels), ils sont à la recherche d'opportunités de placements. Or le marché boursier américain ayant été passé au crible, la probabilité d'acquérir des titres sous-évalués aux perspectives de rendements élevés est plus faible que sur d'autres marchés. Et les émissions nettes d'actions des entreprises américaines sont négatives depuis 1994, celles-ci ayant tendance à racheter leurs actions pour améliorer leur valeur actionnariale. Il est donc logique que les MF (comme les FP) se soient tournés vers les marchés étrangers (européens notamment) pour satisfaire leurs besoins de placements. La part des fonds communs de placements investis en actions internationales a en effet plus que doublé en dix ans : elle est estimée en 1997 à 8,8 % [ICI, 1998]. Si cette proportion reste modeste, il n'en demeure pas moins que le montant des investissements en question est, à l'échelle de la capitalisation boursière en France, tout à fait considérable. Si l'on trouve quelques gestionnaires de MF parmi les tout premiers gestionnaires

indexés d'actions internationales à l'instar d'*Alliance Capital* ou de *Vanguard*, on les trouve en plus grand nombre parmi les gestionnaires actifs (en gras dans le tableau 7).

Au plan international, les gestionnaires sélectionnent leurs investissements selon deux grands types d'approche : l'approche *top down* qui retient d'abord les paramètres macroéconomiques pour une sélection des pays, des secteurs puis des entreprises ; l'approche *bottom up* qui consiste au contraire de la précédente à opérer un ciblage des entreprises indépendamment de leur appartenance sectorielle ou géographique. Avec la convergence des politiques économiques et monétaires et l'avènement de la zone Euro, l'approche par pays a moins d'intérêt et l'approche sectorielle s'est imposée progressivement avant d'opérer une sélection des entreprises jugées les plus prometteuses du point de vue de leur valorisation boursière (*stock picking*). Certains gestionnaires comme *Templeton* ou *Fidelity* adoptent une stratégie *bottom up*, c'est-à-dire qu'ils opèrent au plan international une sélection directe des entreprises jugées "sous-évaluées", celles dont le prix des actions paraît peu élevé et qui ne sont pas forcément identifiés par le consensus de marché. Chez *Fidelity*, les analystes sont en contact avec les entreprises au minimum tous les quatre-vingt-dix jours, notamment pour les plus grands groupes (aussi bien les entreprises dans lesquelles ils détiennent une participation financière que celles où ils ne sont pas présents au capital).

5. Des actionnaires exigeants et volatils en France

A. Maréchal [1998] identifie trois déterminants essentiels des politiques d'investissement des gestionnaires de fonds américains :

- la recherche systématique de la valeur actionnariale ;
- une gestion quantitative fondée sur les principaux indices boursiers de chaque place financière qui jouent comme indices de référence ;
- une approche sectorielle ;

En France, les gestionnaires de MF américains sont les investisseurs institutionnels étrangers les plus présents dans le capital des entreprises, notamment celles du CAC 40 (cf. tableau 4). Ils apparaissent souvent comme l'actionnaire principal, au travers de l'agrégation des participations de différents MF individuels qui appartiennent de fait au même groupe de MF. Toutefois, aucune réglementation n'oblige ces gestionnaires à voter aux assemblées générales, contrairement aux FP, sauf si ces derniers, en tant que clients, ne l'exigent [L'Hélias, 1997]. Généralement passifs aux assemblées générales d'actionnaires ou votant avec la direction, ils exercent plutôt une pression discrète mais permanente et tenace auprès des entreprises, par un suivi régulier de leurs performances et des contacts périodiques avec la direction (voir chapitre V). En général d'ailleurs, ils ne votent pas, et leur sanction s'exerce par la vente des titres en cas de désaccord avec la direction. Comme l'a souligné un de nos interlocuteurs : « *la nature du contrat avec l'investisseur, c'est la performance financière, c'est pas de voter* ». En outre, la loi française oblige à immobiliser les titres cinq jours avant la tenue

de l'assemblée générale. Or leur approche est avant tout fondée sur la liquidité du placement effectué. Et sur le marché français des valeurs mobilières, les durées moyennes de détention de titres par les investisseurs les plus actifs sont très courtes, notamment celles des investisseurs non-résidents. Ces derniers détiennent en effet les actions françaises et étrangères seulement pour une durée de trois mois en moyenne ²⁰.

Franklin-Templeton, gestionnaire américain pour compte de tiers au deuxième rang des principaux fonds d'investissements étrangers présents en France (cf. tableau 4), gère au niveau mondial 235 milliards de \$ d'actifs. Il a développé ses activités en Europe à partir de 1988 où le montant de ses actifs sous gestion atteint aujourd'hui environ 7 milliards de \$. L'activité internationale du groupe en matière de gestion d'actions se répartit entre deux entités : l'une au niveau du " *global equity* " (*Templeton Global Equity*) et l'autre au niveau des marchés émergents (*Templeton Emerging Markets*). *Templeton Global Equity* emploie 36 gérants de portefeuille, qui sont aussi analystes. Ils sont localisés à Nassau, Toronto, Fort Lauderdale et Edimbourg pour le bureau européen. Ce dernier dispose de quatre analystes, spécialisés par secteur et par pays. Parmi les fonds du groupe investis en valeurs étrangères, notamment les valeurs dites " de croissance " ²¹, on a pu identifier pas moins de 7 MF ayant des participations dans les grandes entreprises françaises, à hauteur de 1 à 3 % de leur capital. La France représenterait entre 5 et 8 % du portefeuille du groupe et l'horizon de placement des gestionnaires est en général de cinq ans, ce qui explique que le taux de rotation des actifs soit en moyenne relativement faible ²².

Fidelity, le plus important gestionnaire de fonds aux Etats-Unis possède pour sa part une équipe de 440 analystes et gestionnaires de portefeuille et plusieurs MF spécialisés dans l'investissement en actions étrangères avec un ciblage par pays. Ce groupe de MF est également très présent en France : on a pu décompter au moins neuf MF de *Fidelity*, créés pour la plupart dans les années 90, pour qui les entreprises françaises entrent en bonne place (parmi les dix premières participations) dans la composition des portefeuilles, aux côtés des entreprises japonaises et celles du Royaume-Uni le plus souvent. Les valeurs françaises les plus prisées sont Elf Aquitaine, Total et Vivendi (respectivement deuxième, troisième et huitième valeur boursière du CAC 40 à fin 1997). Le taux de rotation des portefeuilles de ces fonds est en général assez élevé : à l'exception de *Fidelity Europe Fund* dont les actifs tournent assez peu (28 %), les autres fonds ont un taux de rotation situé entre 61 % et 171 % selon les cas (cf. tableau 8). Cela ne signifie pas qu'ils font tourner toutes les valeurs du portefeuille

²⁰ Cf. Chocron M. et Grandjean H., op. cit.

²¹ Ces valeurs dites de croissance sont souvent identifiées à des valeurs avec des PER (*price earning ratio*) élevés, généralement au-dessus de la moyenne annuelle des ratios cours/ bénéfice par action.

²² Cf. Option Finance, n°490, 9 mars 1998.

mais qu'une partie d'entre elles (environ 50 %) peut tourner plusieurs fois sur une année tandis que l'autre partie est conservée.

Chez *Fidelity*, toute valeur détenue en portefeuille est revue tous les deux mois pour les grosses valeurs et tous les trois mois pour les plus petites. Chaque analyste suit quarante valeurs en moyenne et leur attribuent des notes de 1 à 5 (des meilleures aux moins performantes). Les gérants composent leur portefeuille au vu de ces recommandations mais également en fonction d'autres critères. Il est organisé un suivi des performances de chaque portefeuille et les gérants doivent se positionner sur le premier quartile des fonds d'une catégorie déterminée (Micropal sert de *benchmark*) et battre l'indice sur trois ans.

Le dernier exemple est celui d'*American Funds*, filiale de Capital Group (gestionnaire de MF). C'est l'un des plus grands groupes de fonds spécialisés dans la gestion d'actifs internationaux, gérant plus de 120 milliards de \$ d'actions étrangères (en dehors des Etats-Unis). Ce groupe de MF est présent en France dans le capital des entreprises du CAC 40 par le biais de quatre de ces fonds spécialisés en valeurs de croissance : *The New Economy Fund* (4,8 milliards de \$ d'actifs sous gestion), *the New Perspective Fund* (11,8 milliards de \$ d'actifs sous gestion), *Europacific Growth Fund* (21,3 milliards de \$ d'actifs sous gestion) et *the Growth Fund of America* (11,8 milliards de \$ d'actifs sous gestion). Le taux de rotation des actifs sous gestion pour ces quatre MF est relativement faible : il oscille entre 25 et 39 % au cours de l'année 1997 selon les cas. Le taux de retour moyen sur investissement pour *American Funds* a été de 27 % sur les cinq dernières années.

Du fait de cet engagement croissant dans les valeurs des principales sociétés françaises, ces gestionnaires de MF ont pris l'habitude de nouer des contacts étroits et systématiques avec les dirigeants des entreprises où ils sont actionnaires et sont demandeurs d'informations périodiques. Chez *Fidelity*, une cinquantaine d'analystes basés à Londres couvrent l'Europe et organisent leur recherche par secteur. Les entreprises les reçoivent tous les deux ou trois mois selon leur taille. La valorisation de l'action est leur *leitmotiv* et il faut que les entreprises se conforment à leurs évaluations multicritères. S'ils sont insatisfaits des comportements des entreprises, ils le font savoir aux dirigeants par des contacts directs (éventuellement lors des votes en assemblée générale) ou par la vente des titres. Ces gestionnaires n'hésitent pas à vendre leurs titres si nécessaire, quitte à provoquer des baisses brutales du cours des actions des entreprises ainsi ciblées. En septembre 1998, le groupe Alcatel (sixième valeur boursière française à fin 1997) a été sanctionné par les MF américains qui se sont mis à vendre leurs titres. *Fidelity* possédait environ 12 % du capital d'Alcatel à travers plusieurs MF individuels, et notamment son fonds d'investissement dédié à la France (*Fidelity France*

Fund)²³. Le cours de l'action Alcatel a perdu 38 % de sa valeur au cours de la seule journée du 17 septembre. Son PDG Serge Tchuruk était coupable aux yeux de *Fidelity* d'avoir dissimulé certaines informations. Les analystes du MF en ont profité pour réclamer plus de transparence dans la gestion du groupe : présentation des résultats trimestriels, rentabilité par activité, point semestriel sur l'environnement du marché et les technologies nouvelles dans le secteur, visites de sites, etc. Autre exemple, celui d'Accor (vingt-cinquième valeur boursière française à fin 1997) dont 40 % du capital est détenu par des investisseurs institutionnels étrangers, au premier rang desquels des groupes de MF (notamment *T. Rowe Price*). Pour des raisons moins évidentes que dans le cas d'Alcatel, un afflux massif d'ordres de vente a fait chuter le titre d'Accor de 14,6 % le 18 septembre 1998.

C. CONCLUSION

Nous avons choisi de focaliser l'étude du comportement des investisseurs institutionnels sur les FP et les gestionnaires de MF américains parce qu'ils apparaissent comme les principaux actionnaires des entreprises françaises aujourd'hui, et aussi parce qu'ils ont connu, aux Etats-Unis, la plus forte croissance des actifs. On a vu que ces deux types d'investisseurs institutionnels n'avaient pas le même style de gestion des actifs ni la même stratégie en matière de contrôle des performances des entreprises. Pour simplifier, on peut dire que les FP peuvent avoir des objectifs de long terme compte tenu de la nature de leurs ressources (épargne-retraite institutionnelle) et qu'ils pratiquent plus volontiers une gestion indexée (notamment les FP du secteur public qui gèrent des régimes à prestations définies). Alors que les gestionnaires de MF, récepteurs d'une épargne individuelle (celle des ménages) et de l'épargne-retraite des FP du secteur privé qui gèrent de plus en plus de plans à cotisations définies, ont des horizons de gestion plus courts. Sous la pression de la concurrence interne au secteur et de la réglementation, ils cherchent souvent à battre le « marché ».

Mais on a vu également que le comportement plus ou moins court-termiste des investisseurs institutionnels était fortement corrélé avec l'externalisation de la gestion des actifs. Or les FP délèguent de plus en plus à des prestataires spécialisés la gestion de leurs actifs (gestionnaires indépendants pour compte de tiers, filiales de banques ou de compagnies d'assurance). Et le taux de rotation des portefeuilles de ces gestionnaires est en moyenne beaucoup plus élevé que lorsque les FP gèrent en interne. Ainsi, C. Brancato [1997] a mis en évidence la nette différence des taux de rotation

²³ Ce MF dont 93,8 % du portefeuille est investi en France a été créé en 1995. Alcatel figurait en tête de ses dix premières participations au 30 juin 1998 devant Accor, Total, Société Générale, Axa UAP, Elf Aquitaine, France Télécom, LVMH, Galeries Lafayette, Danone Groupe. Au 30 septembre et après le désengagement du fonds, Alcatel ne figure plus dans ses dix premières participations françaises qui sont, dans l'ordre : France Télécom, Vivendi, l'Oréal, Suez Lyonnaise des Eaux, Axa UAP, Total, Elf Aquitaine, Danone Groupe, Cap Gemini et Accor. Ces dix entreprises représentent à elles seules 47,8 % du portefeuille du fonds. Les secteurs privilégiés d'investissement du fonds sont la finance, les services publics, l'industrie des biens non durables. Le taux de rotation des actifs du fonds est très élevé, atteignant 96 %.

des portefeuilles entre les principaux investisseurs institutionnels pour 1995 ; le premier groupe d'investisseurs où il est le plus élevé comprend les gestionnaires pour compte de tiers indépendants (59,2 %), les assurances (46,4 %) et les gestionnaires de MF (42,3 %) ; un deuxième groupe se démarque nettement avec des taux de rotation diminués de moitié : ce sont les filiales de fiducie bancaire (25,3 %), les FP du secteur privé (24,8 %) et les FP du secteur public (20,7 %), résultat pour ces derniers d'une gestion principalement indexée.

De même, les formes de l'activisme varient selon le type d'investisseurs institutionnels même si le but poursuivi est identique : améliorer la valeur actionnariale de l'entreprise. Il est assez visible et relativement standardisé pour les FP du secteur public et les FP multi-employeurs. Il est beaucoup plus discret chez les gestionnaires de MF qui recherchent avant tout le dialogue direct avec les équipes dirigeantes des entreprises et entretiennent des contacts fréquents via leurs analystes.

Cette première esquisse de typologie mérite cependant d'être affinée. Car on observe une tendance à l'homogénéisation des pratiques de gestion financière des investisseurs institutionnels et à un certain mimétisme des comportements qui rend la distinction entre investisseurs et *traders* de plus en plus ténue. Ainsi, si les *hedge funds* se distinguent des MF par l'origine de l'épargne qu'ils ont sous gestion (l'épargne de ménages fortunés pour les premiers, l'épargne de ménages de la classe moyenne supérieure pour les seconds) et par le degré de réglementation auxquels ils sont soumis (très faible pour les premiers, très contraignant pour les seconds), on assiste à une certaine diffusion des pratiques de gestion en vigueur chez les *hedge funds* (connus pour leurs placements particulièrement volatils et spéculatifs) aux MF qui prennent des positions de plus en plus risquées. En effet, ces opérateurs d'un type particulier sont en permanence scrutés par les autres intervenants du marché financier et jouent comme une référence pour leurs propres opérations. Ainsi certains FP comme CalPERS ont fait tout récemment leur entrée dans le secteur des *hedge fund* et TIAA-CREF s'est mis à développer une activité de MF sous la pression concurrentielle de *Fidelity*. *Mercury Asset Management* (MAM), le plus important gestionnaire de fonds au Royaume-Uni, vient d'ouvrir un *hedge fund* de 250 millions de \$ d'actifs sous gestion, suivant en cela l'exemple des plus grands gestionnaires d'actifs britanniques connus sous le nom de « *Big Five* »²⁴.

Cette banalisation des comportements des *hedge funds* à l'univers des investisseurs institutionnels a plusieurs explications. D'une part, ce type de gestionnaires recherchent de plus en plus l'épargne institutionnelle, celle des FP. D'autre part, les techniques utilisées par les *hedge funds* (notamment les techniques de couverture des risques) se popularisent et se répandent parmi les principaux investisseurs institutionnels. Beaucoup d'entre eux commencent à reconnaître que les *hedge funds* contribueraient à la diversification de leur portefeuille. En même temps, c'est une façon pour les FP

²⁴ Cf. *Financial Times* du 8/05/2000.

ou les gestionnaires de fonds traditionnels de retenir leurs professionnels les plus performants, toujours travaillés par le « démon » du risque et celui de partir en conséquence fonder leur propre société d'investissement pour avoir les coudées franches. Il y a en effet beaucoup de « spin off » dans ce secteur, comme dans nombre d'activités de services professionnels organisés en « partnership ».

Mais ce qui pourrait être le facteur de convergence le plus déterminant, c'est la recherche de liquidité s'imposant plus ou moins à tous les acteurs de la sphère financière. Or comme le démontre A. Orléan [1999], la spéculation et la recherche d'un retour de court terme sur les placements a tendance à l'emporter sur la poursuite d'objectifs de long terme au fur et à mesure que la liquidité des marchés financiers se développe. Cette liquidité est précisément l'expression de la capacité de la communauté financière à organiser les marchés financiers et à utiliser des techniques toujours plus sophistiquées pour développer la négociabilité des titres.

D. BIBLIOGRAPHIE

- Barber R. & Ghilarducci T., 1993 : « Pension funds, capital markets and the economic future », *miméo*.
- Baudru D. et Kedichi M., 1998 : « Les investisseurs institutionnels étrangers : vers la fin du capitalisme à la française ? », *Revue d'économie financière*, n°48, juillet.
- Boggle J., 1999 : « Creating shareholder value for mutual funds shareholders », *The corporate Board*, January/February.
- Brancato C.K., 1997 : *Institutional investors and corporate governance*, The Conference Board, Irwin, Chicago.
- Chan K.C., Chen H-L. & Lakonishok J., 1999 : « On mutual funds styles », *Working paper 7215*, NBER, Cambridge Mass.
- Fortune P., 1997 : « Mutual funds, Part 1 : Reshaping the American Financial system », *New England Economic Review*, July/August.
- ICI, 1998 : *Annual Report*, Washington D.C.
- ICI, 2000 : *Mutual funds fact book 1999*, Washington D.C., May.
- ICI, 2000 : *401k plan participants : Characteristics, contributions and account activity*, Washington D.C., Spring.
- L'Hélias S., 1997 : *Le retour de l'actionnaire - Pratiques du corporate governance en France, aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne*, Gualino éditeur, Paris.
- Marchand C., 1994 : « L'industrie des mutual funds aux Etats-Unis », *Banque* n°552, octobre.
- Maréchal A., 1998 : « Les critères d'investissement des grands gestionnaires de fonds internationaux dans les entreprises françaises », *Bulletin COB*, n°322, mars.
- Morin F., 1998 : *Le modèle français de détention et de gestion du capital*, Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie, Paris.
- Orléan A., 1999 : *Le pouvoir de la finance*, éditions Odile Jacob, Paris.
- Pozen R.C., 1994 : « Institutional investors : the reluctant activists », *Harvard Business Review*, January-February.
- Sirri E.R. & Tufano P. , 1993 : « Competition and change in the Mutual Fund industry », in *Financial services_— Perspectives and challenges*, ed. by S.L. Hayes, Harvard Business School Press, Boston, Mass.

The Conference Board, 1999 : « International patterns of institutional investments », volume 2, n°3, April.

Useem M., 1996 : *Investor capitalism – How money managers are changing the face of corporate America*, BasicBooks, New York.

Useem M. & Hess D., 1999 : « Governance and Investments of Public Pensions », in *What can public pensions teach us ?*, by Husted E. & Mitchell O.S., University of Pennsylvania Press for the Pension Research Council, forthcoming.

E. TABLEAUX

Tableau 1 : Les vingt premiers fonds de pension aux Etats-Unis à fin 1999

Rang	Sponsors	Statut du fond	Actifs totaux (milliards de \$)	A prestations définies	A cotisations définies
1	CalPERS	public	155,823	155,711	0,112
2	New York State Common Retirement Fund	public	111,369	111,369	
3	California State Teachers Retirement System	public	91,000	69,500	21,500
4	Florida State Board	public	98,437	98,400	0,37
5	General Motors Investment	privé	91,000	69,500	21,500
6	Federal Retirement Thrift *	hybride	85,309		85,309
7	New York State Teachers Retirement System	public	81,523	81,523	
8	Texas Teachers Retirement System	public	79,377	79,377	
9	New Jersey Division of Investment	public	74,927	73,770	1,157
10	General Electric	privé	71,456	45,130	26,326
11	New York City Retirement System	public	63,065	63,065	
12	Lucent Technologies	privé	62,267	41,067	21,200
13	IBM Corporation	privé	61,810	42,350	19,460
14	SBC Communications	privé	60,953	41,639	19,314
15	Wisconsin (State of) Investment Board	public	57,692	57,692	
16	Boeing Co	privé	57,370	36,975	20,395
17	Ford Motor Co	privé	55,700	37,900	17,800
18	Bell Atlantic	privé	54,275	37,235	17,040
19	Ohio Public Employees Retirement System	public	52,760	52,760	
20	North Carolina Retirement System	public	52,618	52,618	

* Créé par le Congrès en 1986 pour couvrir les salariés du gouvernement fédéral et les membres du Congrès

Source : d'après *Pensions & Investments*, January 24, 2000

**Tableau 2 : les quinze premiers FP américains
selon le montant de leurs actifs à l'étranger en 1998**

Fonds de Pension	Type de régime	Portefeuille international (en millions de \$ et en % des actifs totaux)	
CalPERS	Public à prestations définies	28 369	21,2 %
California Teachers	Public à prestations définies	16 599	20 %
New Jersey	Public à prestations définies	11 465	18,1 %
United Nations joint staff	Privé à cotisations définies	11 228	20,9 %
Wisconsin Board	Public à prestations définies	10 648	17,4 %
IBM	Privé à prestations définies	9 157	16,1 %
New York Common	Public à prestations définies	8 902	19,0 %
Ohio Teachers	Public à prestations définies	8 325	10,8 %
New York State Teachers	Public à prestations définies	7 673	20,7 %
Oregon employees	Public à prestations définies	6 183	23,7 %
Maryland Retirement	Public à prestations définies	6 028	10,2 %
General Electric	Privé à prestations définies	6 009	10,7 %
New York City Retirement	Public à prestations définies	5 902	7,1 %
Florida State Board	Public à prestations définies	5 532	22,1 %
Los Angeles County employees	Public à prestations définies	5 196	20,9 %
Total	Tous régimes confondus	638 000	10 %

Source : calculs effectués d'après P&I, January 25 & May, 17, 1999.

**Tableau 3 : Les vingt premiers gestionnaires de fonds
aux Etats-Unis au 31/12/1998**

Rang	Etablissement gestionnaire	Statut Mm	Actifs en mds \$	Rang	Etablissement gestionnaire	Statut Mm	Actifs en mds \$
1	Fidelity	Gestionnaire de tiers	773,124	11	Vanguard Group	Gestionnaire de tiers	276,318
2	Barclays Global Investors	Filiale de banque	615,500	12	Merrill Lynch Asset Mgt	Filiale de banque	257,121
3	State Street Global Advisors	Gestionnaire de tiers	492,797	13	TIAA-CREF *	FP/Assurance	244,171
4	SSB Citi AM Group	Filiale de banque	327,027	14	ML Mercury AM	Filiale de banque	229,088
5	J P Morgan Investment	Filiale de banque	316,193	15	Northern Trust Global Investment	Filiale de banque	225,781
6	Alliance Capital Management LP	Gestionnaire de tiers	301,353	16	Franklin Group of funds	Gestionnaire de tiers	220,200
7	UBS Brinson / Brinson Partners	Gestionnaire de tiers	297,700	17	Wellington Management Co.	Gestionnaire de tiers	211,318
8	Capital Research & Management Co	Gestionnaire de tiers	296,485	18	Goldman Sachs AM	Filiale de banque	181,389
9	Putnam Investments	Gestionnaire de tiers	294,056	19	Pimco	Gestionnaire de tiers	157,963
10	Scudder Kemper Investments Inc.	Gestionnaire de tiers	281,188	20	Morgan Stanley Dean Witter IM	Filiale de banque	136,813

* TIAA-CREF a perdu en 1997 son privilège fiscal qui l'empêchait par ailleurs de se diversifier et a choisi d'entrer dans le secteur des MF pour répondre à la concurrence croissante des gestionnaires de MF comme Fidelity, décidés à s'attaquer au marché des enseignants. Il a donc créé plusieurs MF en direction de sa clientèle traditionnelle mais aussi du grand public. Son principal fonds en actions fait aujourd'hui le double de la taille de Magellan, le plus grand fonds en actions du premier gestionnaire de MF américain, Fidelity. TIAA-CREF s'est réorganisé en conséquence pour séparer son activité principale, procurer des retraites aux enseignants, gérée par une structure dédiée *TIAA-CREF Retirement Services*, de celle ouverte pour sa nouvelle clientèle et gérée dans une structure à part *TIAA-CREF Enterprises*. Le groupe a créé en 1998 TIAA-CREF Trust Co of St Louis pour gérer les actifs des participants à TIAA.

Source : d'après Institutional Investors, October 1999.

Tableau 4 : Les fonds étrangers les plus actifs en France

Société (pays d'origine)	Total des actions détenues (mds de FF)	Nature de l'investisseur
Fidelity (E-U)	30.7	Gestionnaire de MF
Franklin Templeton (E-U)	26.7	Gestionnaire de MF
Capital Research Management (E-U)	21.4	Gestionnaire de MF
College Retirement (E-U)	14	FP du personnel des Universités
T Rowe Price Associates (E-U)	13.9	Gestionnaire de MF
Merrill Lynch (E-U)	12.2	Banque
Deutsche Bank (Allemagne)	12.1	Banque
Putnam (E-U)	10.8	Gestionnaire de MF
Janus (E-U)	9.7	Gestionnaire de MF
Dresdner Bank (Allemagne)	8.9	Banque
Schroder (R-U)	8.5	Gestionnaire de MF
UBS (Suisse)	7.6	Banque
CalPERS (E-U)	7.5	FP de l'Etat de Californie
Scudder (E-U)	6.5	Gestionnaire de MF
Deka (Allemagne)	6.4	Banque
SBS (Suisse)	6.3	Banque
Amvescap (E-U)	6.2	Gestionnaire de MF
DWS (Allemagne)	6.1	Banque
Degel (Allemagne)	5.7	ND
Sanford Bernstein (E-U)	4.4	Gestionnaire de MF
Commerzbank (Allemagne)	4.2	Banque
Harbor (E-U)	4.2	Gestionnaire de MF
Lazard (E-U)	4.1	Banque
Morgan Stanley (E-U)	4	Banque
Vanguard (E-U)	3.9	Gestionnaire de MF
Adig (Allemagne)	3.8	Banque
Allianz Kapital (Allemagne)	3.7	Assurance
Batterymarch (E-U)	3.6	Gestionnaire de MF
Dean Witter (E-U)	3.6	Gestionnaire de MF
IDS (E-U)	3.5	Gestionnaire de MF
Mass Mutual Life Insurance (E-U)	3.4	Assurance
Investors Research (E-U)	3.4	Gestionnaire de MF
Grantham (E-U)	3.2	Gestionnaire de MF

Source : d'après Les Echos, le Planisphère, 9/12/98.

Tableau 5 : Les vingt premiers gestionnaires de MF en 1998 (en %)

Rang	Gestionnaire de MF	Part de marché	Origine
1	Fidelity Investments	11.7 %	Gestionnaire indépendant
2	The Vanguard Group	7.4 %	Gestionnaire indépendant
3	Capital Research & Management	5.1 %	Gestionnaire indépendant
4	Merrill Lynch Asset Management	3.9 %	Filiale de banque
5	Putnam Funds	3.8 %	Gestionnaire indépendant
6	Franklin Templeton Group of Funds	3.3 %	Gestionnaire indépendant
7	Morgan Stanley Dean Witter Advisors	2.7 %	Filiale de banque
8	TIAA-CREF	2.5 %	Fond de pension
9	AIM Group/INVESCO Funds	2.2 %	Gestionnaire indépendant
10	Salomon Smith Barney	2 %	Filiale de banque
11	Oppenheimer Funds/Mass Mutual	1.9 %	Filiale de compagnie d'assurance
12	Scudder Kemper Investments	1.9 %	Gestionnaire indépendant
13	American Express Financial Advisers	1.9 %	Filiale de conglomérat financier
14	Dreyfus Corporation	1.8 %	Filiale de banque
15	T. Rowe Price	1.8 %	Gestionnaire indépendant
16	Federated Investors	1.7 %	Gestionnaire indépendant
17	Prudential Mutual Funds	1.6 %	Filiale de compagnie d'assurance
18	Alliance Capital Management	1.5 %	Gestionnaire indépendant
19	Janus/Berger Funds	1.4 %	Gestionnaire indépendant
20	American Century Investments *	1.4 %	Gestionnaire indépendant
	Total vingt premiers gestionnaires de MF	61.1 %	

* JP Morgan a pris une participation de 45 % dans ce groupe de MF en janvier 1998

Source : *Investment Company Institute [1998]*.

**Tableau 6 : Actifs financiers sous gestion des principales
institutions financières aux Etats-Unis (en mds de \$ et en %)**

Nature des établissements	1990		1994		1999	
	Mds \$	%	Mds \$	%	Mds \$	%
Fonds de pension dont :	2491.7	18.0	3586.1	19.2	8045.1	22.6
- <i>du secteur privé</i>	1571.7	11.4	2291.8	12.3	4997.9	14.0
- <i>du secteur public</i>	920.0	6.6	1294.3	6.9	3047.2	8.6
Mutual Funds dont :	1154.6	8.3	2198.0	11.7	6243.4	17.6
- <i>Sicav monétaires</i>	493.3	3.5	602.9	3.2	1584.8	4.5
- <i>FCP à capital variable</i>	608.4	4.4	1477.3	7.9	4515.3	12.7
- <i>FCP à capital fixe</i>	52.9	0.4	117.8	0.6	143.3	0.4
Banques commerciales	3337.5	24.1	4159.8	22.3	5994.1	16.8
Compagnies d'assurance	1884.9	13.6	2536.1	13.6	3995.4	11.3
Caisses d'épargne et mutuelles	1323	9.6	1008.6	5.4	1154.4	3.2
Trusts bancaires	522.1	3.8	670	3.6	1092.3	3.1
Courtiers-marchands	262.1	1.9	545.7	2.9	999.3	2.8
Coopératives	217.2	1.6	293.6	1.6	415.1	1.2
Divers	2642.2	19.1	3857.1	20.6	7626.0	21.4
Total	13835.3	100%	18694	100%	35589.1	100%

*Sources : d'après « Flows of funds accounts », Board of governors, Federal Reserve System,
March 10, 2000.*

Tableau 7 : Les principaux gestionnaires « actifs » d'actions internationales en 1997
(en millions de \$)

Rang	Gestionnaire	Montant des actifs étrangers (millions de \$)	Rang	Gestionnaire	Montant des actifs étrangers (millions de \$)
1	Capital Guardian*	32,849	11	TIAA-CREF	9,700
2	Morgan Stanley	30,519	12	Templeton Worldwide	9,209
3	Schroders	20,494	13	Lazard Frères	7,534
4	JP Morgan	16,058	14	Oeschle International	7,431
5	Scudder Kemper	13,563	15	Marathon-London	6,743
6	Brinson partners	13,261	16	GE Investments	5,969
7	Grantham, Mayo, Van Otterloo	11,565	17	Sanford C. Bernstein	5,614
8	Rowe-Price Fleming	11,421	18	Baring Asset	4,969
9	Bank of Ireland Asset	10,895	19	State Street Global	4,790
10	Putnam Investments	10,440	20	Morgan Grenfell Asset	4,710

* Les gestionnaires de MF sont signalés en caractères gras

Source : The Conference Board [1999]

Tableau 8 : Les fonds de Fidelity spécialisés en valeurs internationales au 30/09/98

MF	Date de création	Principaux pays ciblés	Part des dix premières part. dans le portefeuille	Taux de rotation du portefeuille en 1997	Retour sur investissement avant commission en 1997
Fidelity Diversified International Fund	1991	France (12,1 %) Japon (13,2 %) E-U (18,5 %)	13,2 % (dont Total Elf Aquitaine et Vivendi)	71 %	13,72 %
Fidelity Global Balanced Fund	1993	E-U (57,7 %) Japon (7,6 %) R-U (6,2 %) Allemagne (6 %) France (5,7 %)	25,7 % (pas de firmes françaises)	ND	12,52 %
Fidelity International Growth & Income Fund	1986	R-U (16,7 %) France (15,5 %) E-U (13,1 %) Japon (12 %)	15,5 % (dont Elf Aquitaine et Total)	71 %	7,12 %
Fidelity International Value Fund	1994	France (16,7 %) Japon (16 %) R-U (15 %)	22,1 % (dont Elf Aquitaine et Total)	92 %	7,85 %
Fidelity Overseas Fund	1984	R-U (17,3 %) Japon (15,4 %) France (14,6 %)	14,9 % (dont Elf Aquitaine et Total)	61 %	10,92 %
Fidelity Worldwide Fund	1990	E-U (46,5 %) France (8,9 %) R-U (7,8 %)	15,6 % (dont Galeries Lafayette SA)	108 %	12,08 %
Fidelity Europe Fund	1986	R-U (33,1 %) France (13,9 %) Allemagne (9,6 %)	21 % (pas de firmes françaises)	28 %	22,89 %
Fidelity France Fund	1995	France (93,8 %)	47,8 % (*)	96 %	14,46 %
Fidelity Europe Capital Appreciation	1993	R-U (25,1 %) France (21,5 %) Allemagne (13 %)	23,5 % (dont Vivendi)	171 %	24,96 %

(*) Les dix premières participations de Fidelity France Fund appartiennent toutes au CAC 40 ; ce sont dans l'ordre décroissant : France Telecom, Vivendi, l'Oréal, Suez Lyonnaise, Axa, Total, Elf Aquitaine, Danone, Cap Gemini, Accor.

Source : données issues du site internet de Fidelity

**V. L'IMPACT DE LA MONDIALISATION FINANCIERE SUR LA GESTION SOCIALE
DES ENTREPRISES EN FRANCE : QUELQUES RESULTATS EXPLORATOIRES**

Ce chapitre s'appuie principalement sur les résultats d'une enquête exploratoire effectuée au sein de dix grands groupes français, dont neuf appartiennent au CAC 40 et un appartient au SBF 120. Parmi ces groupes, quatre sont des groupes industriels, trois sont des groupes de services et les trois autres appartiennent au secteur financier (banque ou assurance)²⁵. Les entretiens ont été réalisés auprès des responsables des ressources humaines, de la direction financière ou de la communication financière (cf. annexe). Parallèlement ont été menés quelques entretiens auprès de responsables syndicaux des groupes concernés ainsi qu'auprès de responsables de cabinet de conseil, impliqués dans la mise en place d'outils de mesure de création de valeur et de systèmes de rémunération incitatifs ou simples observateurs de l'évolution des pratiques de gestion des ressources humaines des groupes qu'ils ont comme client.

Toutefois, il nous a paru nécessaire, avant de présenter les résultats spécifiques à l'enquête de terrain, de mettre en perspective les évolutions récentes du capitalisme français sous la pression de la déréglementation et de la libéralisation financière et leur traduction concrète au niveau de la gestion des grands groupes, à partir à la fois d'une synthèse d'un certain nombre de travaux existants et des résultats de notre enquête. On rappelle donc à grand trait le développement en France d'une économie de fonds propres qui fait suite à l'économie d'endettement caractéristique des années 70 dans un contexte fortement inflationniste. On montre notamment que la référence à la création de valeur est un thème de communication à destination des marchés plus qu'un outil de gestion interne opérationnel des groupes, même si elle n'est pas dépourvue d'effets concrets dans leurs pratiques de gestion des fonds propres. La montée en force de la fonction « communication financière » est la traduction la plus visible des changements organisationnels liés à l'immixtion des marchés financiers dans la vie des groupes. Mais dans l'échange d'informations et le dialogue qui a lieu avec les marchés, les données sociales restent très marginales.

A. LES TRANSFORMATIONS DU CAPITALISME FRANÇAIS ET LE DEVELOPPEMENT D'UNE ECONOMIE DE FONDS PROPRES

La déréglementation des marchés financiers, impulsée par les Etats-Unis et le Royaume-Uni sur fond d'innovations financières, a touché la France dans les années 80. Elle a été délibérément orchestrée par la puissance publique, soucieuse de financer son déficit budgétaire et sa dette par un mode de financement « non inflationniste ». Cette déréglementation s'est concrétisée par la fin de

²⁵ Pour des raisons de confidentialité, nous avons choisi d'attribuer une lettre alphabétique à chaque groupe quand il s'agit de les désigner pour illustrer telle ou telle situation. Les quatre groupes industriels répondent donc aux lettres A, B, C, et D ; les trois groupes de services aux lettres E, F et G ; les trois groupes financiers aux lettres H, I et J (cf. annexes, p. 106-109).

l'encadrement du crédit, l'abolition du contrôle des changes, le décloisonnement des marchés financiers domestiques et la création des marchés de produits dérivés. Le gouvernement a entrepris dans le même temps la privatisation des principaux groupes français, dans un souci de réduction de son déficit budgétaire et d'alignement sur les standards de politique économique prônés par la Commission européenne.

1. La conversion des élites dirigeantes françaises à la mondialisation financière

Les grands groupes français sont restés longtemps à l'abri des pressions des marchés financiers, liés par des participations croisées qui les protégeaient de tout prédateur extérieur et par l'acceptation tacite de ce « capitalisme à la française », auto-contrôlé par les élites managériales et celles de l'appareil d'Etat, issues toutes deux des grandes écoles et opérant un va-et-vient entre secteur privé, secteur public, et administration. Les privatisations opérées en deux phases par le gouvernement français, en partie sous la pression de la commission européenne, ont constitué des étapes importantes de l'immixtion des investisseurs institutionnels et des marchés financiers dans la vie de ces grands groupes. A l'issue des premières privatisations de 1986-87, la mise en place des pactes d'actionnaires stables au travers des participations croisées avait été organisée pour protéger le capital des groupes concernés. Cette solution s'est assez vite avérée un frein à leurs restructurations. Elle allait à l'encontre des intérêts des investisseurs institutionnels présents à leur capital, obligeant les groupes à immobiliser des fonds dans des participations non stratégiques sans pouvoir optimiser leurs ressources financières. C'est surtout lors de la deuxième phase de privatisations, à partir de 1993, que les investisseurs anglo-américains sont entrés massivement au capital des grands groupes français, encouragés à l'époque par des dispositions fiscales *ad hoc* très favorables, décidées par le gouvernement Balladur.

Leur présence et leur influence diffuse a sans conteste joué (et continue de jouer) un rôle dans le décroisement des participations minoritaires de ces groupes, qui les a de ce fait rendus vulnérables, compte tenu de la structure très éclatée de leur actionnariat et de la faiblesse de leur actionnariat stable (ce qui reste des participations croisées, l'autocontrôle et l'actionnariat salarié). La moindre baisse de rentabilité expose la plupart des sociétés du CAC 40 à une OPA, car elle est sanctionnée immédiatement par une diminution de leur cours de bourse. Plusieurs d'entre elles ont opéré une stratégie de recentrage sur leurs métiers stratégiques, guidées par le principe de création de valeur pour l'actionnaire. Les cessions d'actifs qui en résultent ont l'avantage de leur procurer les liquidités nécessaires pour financer de nouvelles acquisitions, ou bien pour racheter leurs propres actions.

En 1996, Claude Bébéar, président d'Axa, décide de fusionner avec l'UAP puis de ne pas se porter acquéreur des AGF, objet d'une OPA hostile du groupe italien *Generali*, parce qu'il opère un autre choix stratégique (celui de devenir un leader mondial de la gestion d'actifs). Cette décision a été déterminante dans le bouleversement des structures du capitalisme français, notamment des liens à

l'intérieur de son secteur public financier où l'UAP jouait un rôle pivot [Morin, 1998]. Cette opération a servi de déclic aux OPA-OPE en France et inaugure l'impact des marchés financiers dans les restructurations, notamment au sein du secteur bancaire-financier. Elle sanctionne le rôle de tout premier plan joué désormais par le groupe Axa dans la recomposition du capitalisme français. Cette situation trouve également sa traduction dans le changement opéré à la tête du patronat français où, pour la première fois dans son histoire, les « financiers » (et notamment les assureurs) ont pris le pouvoir sur les « industriels ». Tous ces changements se sont produits au détriment d'une coordination politique qui liait les dirigeants des grands groupes à l'appareil d'Etat et qui conférait au Ministère de l'économie et des finances une fonction régulatrice déterminante²⁶. Dès lors, le critère dominant mis en avant par les groupes pour justifier leurs restructurations est devenu celui de la création de valeur pour l'actionnaire.

2. La primauté du retour sur fonds propres

Les dirigeants ont gagné de l'autonomie par rapport à la sphère politique mais la contrepartie de cette prise de distance par rapport au pouvoir politique a été un pouvoir de contrôle accru des marchés financiers sur l'entreprise. Car la pression des marchés financiers s'exerce d'une manière toute autre que celle exercée par l'Etat et les banques créancières, quand le contexte inflationniste des années 70 avait favorisé le développement d'une économie d'endettement avec des taux d'intérêt réels négatifs. Comme on l'a vu dans le chapitre III, les marchés financiers sont avant tout soucieux de rentabilité du capital et de création de valeur en direction exclusive de l'actionnaire. Cette pression s'exprime sous la forme d'une exigence de rentabilité des fonds propres s'établissant autour d'une norme collectivement admise (et fabriquée) par la communauté financière. Cette norme, intériorisée par les entreprises, a tendance à converger à la hausse, quand bien même elle est différente d'une entreprise à l'autre à l'intérieur d'un même secteur (par exemple le secteur financier), d'un secteur à l'autre, voire d'un pays à l'autre. Les analystes financiers, les cabinets de conseil de même que les autorités de marché participent tous, chacun à leur manière, à la construction de cette norme collective et à son acceptation par la communauté des affaires [Montagne, 1999].

De plus en plus dominées par une logique de fonds propres, les entreprises françaises ont eu tendance à diminuer leurs investissements physiques et à accroître au contraire leurs investissements financiers sous forme de placements et d'acquisitions, notamment à l'étranger, sans que ce deuxième

²⁶ Lordon [2000] fait remarquer à cet égard qu'il ne s'agit sans doute pas d'un hasard que Claude Bébéar ait été l'homme de la situation. Il n'appartient pas en effet à cette « noblesse d'Etat », à la différence de la plupart des dirigeants de grands groupes français qui sont souvent passés par les cabinets ministériels avant de venir pantoufler dans le privé. Lui au contraire y a effectué toute sa carrière, dirigeant dans les années 80 d'une petite mutuelle d'assurance, les « Mutuelles Unies ».

mouvement ne vienne compenser le déclin de l'investissement domestique. Car les grandes entreprises allouent leur capital en fonction des meilleures opportunités de développement dans le monde, leurs projets de développement en France étant en concurrence avec leurs projets en Asie, Amérique latine, etc. Or le rendement réel du capital durablement exigé en France par les actionnaires (les investisseurs institutionnels et leurs gestionnaires de fonds) est élevé : il se situe entre 15 % et 20 %. C'est le fameux ROE (*Return On Equity*), c'est-à-dire le rapport Résultat net / Fonds propres, qui traduit concrètement le principe de maximisation de la création de valeur et de maximisation des richesses en direction des actionnaires. Il peut être obtenu soit en améliorant la rentabilité économique, soit en augmentant le taux d'endettement (par effet de levier). Cela conduit généralement les entreprises à entreprendre des réorganisations radicales dans le but d'améliorer la productivité du capital et du travail en vue d'une utilisation plus efficace des facteurs de production et/ou à avoir recours à l'endettement pour accroître la rentabilité des fonds propres. En France, les entreprises se sont en fait largement désendettées et depuis 1992-93, le recours aux fonds propres est devenu leur source de financement majeure. Toutefois, ce dernier s'est fait principalement par l'autofinancement et peu par l'émission d'actions : seules les émissions d'obligations ont augmenté depuis les années 80 ; l'avantage de celles-ci est que la rémunération exigée des créanciers d'obligations (taux d'intérêt) est plus faible que celle demandée par les actionnaires (ROE) et l'émission d'obligations n'est pas dilutive (c'est-à-dire qu'elle ne provoque pas de baisse du bénéfice par action).

Les restructurations favorisent à leur tour le recours au marché boursier comme mode de financement privilégié de telles opérations. Pour les entreprises cotées, ce dernier joue à la fois un rôle passif (évaluation permanente de l'entreprise) et un rôle actif à travers les offres publiques : une entreprise dont l'actif ne serait pas suffisamment valorisé constitue une cible naturelle pour d'autres sociétés du même secteur ou de secteurs différents ; même en l'absence d'OPA effective, la simple menace d'offre publique incite à une gestion plus conforme à l'intérêt des actionnaires. Aujourd'hui, beaucoup d'acquisitions sont financées sous la forme d'échange de titres plutôt que sous la forme de liquidités, les actions étant devenues une véritable monnaie d'échange²⁷. Il est donc essentiel pour les entreprises de maintenir la valeur de leurs titres au niveau le plus élevé possible, ceci afin de pouvoir financer les opérations de croissance externe et d'éviter le risque d'une prise de contrôle par OPA. D'où l'attention et l'intérêt croissant porté par les dirigeants au cours de bourse de leur entreprise,

²⁷ La hausse spectaculaire des cours boursiers des entreprises américaines de haute technologie leur a ainsi permis d'acheter de très grandes entreprises traditionnelles (par ex. le rachat de Time Warner par AOL) sans déboursier d'argent liquide, et de financer leurs propres d'investissements.

doublé d'un intérêt personnel lié à la distribution de stock options ou de bonus fondés en partie sur la performance boursière de l'entreprise.

L'apparition des offres publiques hostiles en France et leur accélération depuis 1997 a relancé l'intérêt des dispositifs anti-OPA. La plupart des grands groupes français ont mis en place de telles mesures, que les investisseurs institutionnels dénoncent en principe, bien qu'ils ne soient pas toujours présents aux assemblées générales pour s'y opposer²⁸. Parmi elles, les droits de vote double pour les actions nominatives détenues depuis deux ans au moins (avec dividendes majorés) ainsi que la limitation des droits de vote sont les plus couramment utilisées, certaines ayant été introduites tout récemment dans les groupes de notre échantillon (A, D, H). Les dispositifs en matière d'augmentation de capital en cas d'OPA-OPE (connus sous le nom de pilule empoisonnée) sont plus rares (G), et les groupes ont plutôt tendance à y renoncer quand ils existent. Cette mesure n'a jamais eu beaucoup de succès en France, contrairement aux Etats-Unis, car la COB s'y est toujours montrée hostile²⁹.

B. LA CREATION DE VALEUR ACTIONNARIALE, NOUVEAU CREDO GESTIONNAIRE ?

Le thème de la création de valeur pour l'actionnaire est une mode managériale récente en France. C'est seulement dans la deuxième moitié des années 90 que la valeur actionnariale s'est imposée comme un indicateur central de la communication, voire de la stratégie des grandes entreprises : elle est censée dicter désormais leur comportement et est devenue la norme par excellence de « bonne gouvernance », figurant explicitement pour certains groupes parmi leurs priorités (F et G notamment). Si ce thème apparaît comme un vecteur efficace de communication à l'endroit des marchés, sa déclinaison en termes opérationnels aussi bien qu'en terme de mesure de la performance est encore largement dans les limbes au sein des grands groupes français. En revanche, l'idéologie qu'il véhicule en terme d'usage très parcimonieux des fonds propres trouve sa traduction concrète dans la multiplication des programmes de rachats d'action, entrepris systématiquement par les entreprises du CAC 40 depuis deux ans. Toutefois, ces programmes, tels qu'ils sont mis en œuvre par les groupes en France, servent moins à la restitution de « cash » aux actionnaires (par annulation des actions en vue d'optimiser le résultat par action) qu'au développement de l'actionnariat salarié et à l'attribution de stock options.

²⁸ En France, les titres détenus par les actionnaires désireux de participer à l'AG sont bloqués cinq jours avant la date de cette AG. Les investisseurs institutionnels qui veulent rester liquides préfèrent ne pas participer à l'AG pour ne pas bloquer leurs titres, même sur une courte durée.

²⁹ Cf. T. Vassogne : « Défenses anti-OPA », Banque, n°589 – Février 1998.

1. Un outil de communication à destination des marchés plus qu'une réalité gestionnaire

Depuis quelques années, il est de bon ton pour les principaux groupes français de communiquer sur le thème de la création de valeur mais son internalisation par des outils de mesure appropriés, à des fins d'évaluation ou comme instrument de pilotage stratégique en interne, n'est pas chose courante. Autrement dit, le management par la valeur est loin d'être une réalité. Un seul groupe de notre échantillon avait mis effectivement en place, depuis 1994, un outil de mesure de l'EVA, dans le but de sensibiliser les cadres à la rentabilité du capital au niveau des branches (D) avec une communication interne à l'appui. Dans ce même groupe, ce critère entre également pour 50 % dans la rémunération de certains cadres supérieurs. Néanmoins, les dirigeants sont confrontés à la quasi nécessité de tenir en externe un discours mettant en évidence la création de valeur, appuyée sur des mesures plus ou moins précises qui varient d'ailleurs d'un groupe à l'autre. La diffusion en interne de cette démarche paraît plus incantatoire que réelle.

Ce constat corrobore notamment les résultats qui ressortent d'une enquête comparative auprès d'un échantillon d'entreprises françaises et américaines. Si la mise en œuvre de nouveaux outils de mesure de la performance tels que l'EVA et leur intégration dans la détermination des rémunérations des cadres dirigeants, à différents niveaux de l'organisation, est relativement avancée aux Etats-Unis (quoique pas très courante non plus), il n'en est pas de même pour les grands groupes français ou même européens [Mottis & Ponssard, 2000]. L'apparition du thème de la création de valeur est ainsi souvent liée au renouvellement d'une équipe dirigeante, soucieuse d'asseoir son autorité tant en interne que vis-à-vis des marchés. Trois entreprises de notre échantillon répondent tout à fait à ce cas (A, G, I).

Une étude récente de la COB confirme ce diagnostic³⁰. Elle indique que sur les quarante premières valeurs boursières en France (le CAC 40), la moitié seulement (vingt et une) communiquent sur le thème de la création de valeur, sans en préciser exactement le contenu. Le rapport annuel est l'instrument essentiel de cette communication, et le message du Président l'occasion de cette communication. Ce qui signifie que ce thème est abordé de façon très générale. Seules quatre entreprises auraient, toujours selon la COB, créé une rubrique spéciale sur ce thème : il s'agit des groupes Lagardère, Suez-Lyonnaise des Eaux, Vivendi et Air Liquide. Les critères associés à la mesure de cette création de valeur sont très variables selon les groupes mais restent le plus souvent des indicateurs comptables traditionnels : il peut s'agir d'indicateurs de rendement du titre (résultat par action/performance boursière), de rentabilité des fonds propres (ROE) ou de celle des capitaux

³⁰ Cf. F. Champarnaud et C. Romey : « Création de valeur actionnariale et communication financière », COB, 10/05/2000, cf. site Internet de la COB.

investis/capitaux employés (ROCE ou *Return On Capital Employed*), ou encore de la croissance des dividendes distribués. Très peu d'entreprises utilisent des mesures dites "internes" de la valeur de type EVA/MVA ou CFROI.

Ce nouveau modèle de création de valeur, diffusé par les cabinets de conseil (voir chapitre III), relève d'une approche patrimoniale de l'entreprise, héritée tout droit des Etats-Unis. Cette conception de l'entreprise consacre la prééminence des actionnaires. C'est pourquoi elle est mise en avant par les investisseurs institutionnels. Elle vient ce faisant heurter le droit français des sociétés (loi de 1966) qui place « l'intérêt social » de l'entreprise au-dessus de l'intérêt des actionnaires³¹. En même temps, elle accorde aux managers français une marge de manoeuvre très grande dans leur gestion par rapport aux actionnaires, du fait de l'ambiguïté dans le partage des pouvoirs qu'une telle notion implique. Cependant, force est de constater que la culture actionnariale a conquis progressivement « droit de cité » au sein des grandes entreprises dans les années 90, avec l'aide des autorités de marché.

2. Le rachat d'actions comme acte d'allégeance aux actionnaires ?

Cette prééminence des actionnaires se traduit par des exigences de rémunération qui prennent deux formes : la distribution de dividendes, et surtout le remboursement des actionnaires sous forme de rachat d'actions. Le choix de réaliser un rachat d'actions plutôt que de distribuer des dividendes est essentiellement motivé par la fiscalité, l'imposition des plus-values étant moins importante que celle des dividendes (en France comme aux Etats-Unis).

Cette faculté qu'ont désormais les sociétés françaises de racheter 10 % maximum de leur capital sur une période de 18 mois a été obtenue en 1998, par révision de la loi de 1966 qui les autorisait à le faire seulement de façon exceptionnelle jusque-là. Cet acte législatif rapproche la législation française du corpus juridique anglo-américain. De fait, les rachats d'actions sont devenus une composante majeure du paysage financier français à la fin des années 90. Toutes les sociétés de notre échantillon ont en effet procédé à ce genre d'opérations depuis la promulgation de la loi en juillet 1998 et de manière générale, les sociétés du CAC 40 ont pleinement utilisé cette possibilité qui leur était offerte : elles ont réalisé 80 % du total des rachats d'actions entre septembre 1998 et juin 1999³². Mais selon

³¹ En France, le droit des sociétés privilégie l'entreprise comme institution plutôt que comme un nœud de contrats. Dans cette acception, l'entreprise admet donc « une existence autonome, une finalité propre, indépendante de celle de ses actionnaires », cf. Robé [1999]. Cette conception du droit des sociétés, entérinée par la loi de 1966 et réaffirmée par la jurisprudence [Alcouffe, 1999], confère aux dirigeants des entreprises en France un pouvoir qui transcende celui des actionnaires, puisqu'ils sont en quelque sorte promus comme garants de cet intérêt collectif, supérieur à la somme des intérêts individuels.

³² Cf. Poincelot et Schatt [1999]. Voir aussi « La grande illusion des rachats d'actions » par Y. de Kerdrel, les Echos du 7 mars 2000. L'auteur signale le bilan effectué par la COB qui indique qu'une année après

Poincelot et Schatt [1999], les motivations prioritaires des sociétés ayant procédé au rachat d'actions ne sont pas la restitution de trésorerie aux actionnaires et la recherche d'un effet de relation (i.e. la réduction du nombre d'actions pour augmenter mécaniquement le bénéfice par action). Il semblerait, d'après les résultats de notre enquête, que ces programmes soient d'abord destinés à favoriser l'actionnariat salarié, sous la forme de distribution directe d'actions, de plans d'épargne salariale ou encore à récompenser les cadres dirigeants ou particulièrement méritants sous la forme d'attribution de stock options. Depuis 1997, les groupes ont en outre tendance à privilégier les options d'achat plutôt que les souscriptions d'actions nouvelles pour financer les attributions de stock options et abonder les plans d'épargne salariale (B et D)³³.

Le rachat d'actions est fortement plébiscité par les investisseurs institutionnels : l'annonce de ce type d'opération est en général suivie d'une amélioration du cours de bourse, en guise d'appréciation des marchés financiers³⁴. C'est un signal positif à la communauté financière qui indique une sensibilité des dirigeants de la société à l'égard de la *shareholder value*. Car l'opération permet, dans certaines conditions, d'augmenter la rentabilité financière (ROE) en direction des actionnaires. La pression pour un usage plus parcimonieux des fonds propres s'incarne d'ailleurs dans la généralisation de l'objectif de retour sur fonds propres. C'est à l'aune de cette norme que les projets d'investissement sont passés au crible. Il faut en particulier que le rendement escompté des investissements soit supérieur au coût des ressources employées (fonds propres et dettes) pour qu'une entreprise se décide à investir. Le critère d'évaluation de l'opportunité de l'investissement est donc fixé *ex ante*. Et plus le ROE est élevé, plus les opportunités d'investissement et de croissance deviennent rares, plus les rachats d'actions deviennent indispensables à tout projet de développement³⁵.

l'entrée en vigueur de cette réglementation, 87 % des sociétés du CAC 40 avaient demandé l'autorisation à la COB de procéder à un rachat d'une partie de leur capital.

³³ Dans le cas de plans d'options d'achat, l'entreprise possède les actions concernées par le plan, suite à un rachat d'actions par exemple, et le nombre d'actions en circulation reste constant. Dans le cas de plans d'options de souscription à des actions en revanche, le capital de l'entreprise augmente à la levée des options et l'opération a un caractère dilutif peu apprécié des investisseurs.

³⁴ L'impact sur le cours de bourse est de 3 % le jour de l'annonce et de 8 % six mois après selon Pajot [1999].

³⁵ Cf. P. Artus : « Contrairement à une idée reçue, les entreprises à ROE plus faible sont les seules à pouvoir croître », *Flash CDC* n°197, 21 décembre 1999

C. LES EXIGENCES DE TRANSPARENCE : UN DIALOGUE CROISSANT ET TRES CODIFIE AVEC LES MARCHES

L'importance croissante des marchés financiers, les revendications nouvelles des actionnaires minoritaires ont entraîné une demande importante de transparence de l'information de la part des entreprises. En réponse à cette demande, les grands groupes français ont renforcé depuis le milieu des années 90 leur fonction de communication financière en direction des actionnaires et des marchés financiers en général. Il s'agit désormais de faire le marketing des titres et de vendre littéralement l'entreprise aux marchés financiers. Il faut, pour ce faire, convaincre les analystes et les gestionnaires de portefeuille que la stratégie choisie est la bonne. Il faut donc que les résultats comptables et financiers montrent une progression d'une année sur l'autre. Dans ce cadre, la gestion sociale ne préoccupe guère les professionnels de la gestion de fonds, qui laissent aux dirigeants le soin de gérer les ressources humaines en conformité avec les objectifs stratégiques fixés.

1. Le rôle renforcé de la communication financière au sein des groupes

La montée en puissance de la communication financière est commune à tous les grands groupes français, même si le positionnement hiérarchique et l'importance numérique de cette fonction varient selon les histoires propres à chacun. Cette situation n'est pas encore effective pour les groupes de taille plus petite.

Dans les sociétés de notre échantillon, la communication financière est le plus souvent intégrée à la direction financière aujourd'hui (C, D, I, E), alors qu'elle était traditionnellement rattachée à la direction de la communication (F). Cette fonction se rapproche également de la direction générale ou de la présidence (C, D, E, F, H), marquant l'aspect de plus en plus stratégique qu'elle revêt pour la grande entreprise aujourd'hui, même si elle est loin d'avoir la reconnaissance qui lui est accordée outre-Atlantique³⁶. Elle s'est d'ailleurs étoffée dans la deuxième moitié des années 90 et comprend aujourd'hui plusieurs personnes, dédiées à un type d'actionariat particulier. Ainsi, la plupart des groupes ont structuré leur fonction de communication financière selon deux ou trois axes en fonction des publics spécifiques : les analystes de banque (*sell side*), les investisseurs institutionnels (analystes *buy side* et gestionnaires de portefeuille), ces deux cibles étant parfois suivis par le même responsable, et les actionnaires individuels. Pour chacun de ces groupes, un ou plusieurs responsables de la communication financière se chargent de l'interface. Les supports de cette communication sont les rapports d'activité, les communiqués financiers, les lettres aux actionnaires ainsi que les sites Internet créés à cet effet. Les occasions de communiquer passent par les traditionnelles assemblées générales,

³⁶ Aux Etats-Unis, cette fonction s'est notablement développée et professionnalisée dans les années 80, cf. Rao & Sivakumar [1999].

mais c'est surtout lors des *road shows* ou des *one to one* combinés avec des entretiens téléphoniques périodiques, et parfois des visites de sites permettant l'accès direct aux dirigeants des groupes, que les échanges d'informations avec la communauté financière sont les plus approfondis³⁷.

Les informations délivrées par les groupes sont les mêmes quel que soit l'interlocuteur, conformément à l'obligation légale en la matière et au risque de délit d'initié qu'ils encourent. Il convient d'avoir le discours le plus homogène possible, afin d'éviter de laisser échapper toute information qui pourrait arriver aux oreilles de la concurrence. Les groupes organisent à cette fin des *road shows* sur les principales places financières mondiales (New York, Londres, Francfort, etc.), impliquant en général le directeur général assisté du directeur financier ou du responsable de la communication financière. Il arrive que certains groupes organisent des visites de sites et des rencontres avec des responsables opérationnels (patrons de division).

Toutefois, les supports de communication sont souvent dédiés à chaque type d'investisseur. Ainsi, des sites Internet distincts ont été développés par les groupes à destination des actionnaires individuels et à destination des investisseurs institutionnels. En ce qui concerne les investisseurs institutionnels importants, qu'ils soient présents au capital des groupes en question ou qu'il s'agisse d'investisseurs potentiels que les groupes cherchent à attirer et à fidéliser en tant qu'actionnaires, des entretiens non plus groupés mais individuels (*one to one*) sont organisés au cours desquels les analystes, spécialisés par secteurs, posent des questions très pointues et les gestionnaires de portefeuille, plus généralistes, posent des questions plutôt de type macroéconomique. Ces réunions sont devenues des moments importants dans la vie boursière des grandes entreprises. Elles interviennent généralement à l'occasion de la présentation des comptes, annuels ou semestriels. Elles servent aussi à gérer les moments de crise, lors d'offres publiques hostiles ou bien encore lorsque les performances de l'entreprise ne correspondent pas au consensus de place (*profit warning*).

2. La gestion sociale, parent pauvre de l'échange d'informations

A l'occasion de ces rencontres, plusieurs types d'informations sont donnés aux investisseurs : des informations concernant la stratégie du groupe (les grandes directions et projets de développement, le type de produits que le groupe souhaite développer, etc.) ; des informations chiffrées et relativement

³⁷ Plus les places financières sur lesquelles le groupe est coté sont nombreuses, plus le temps passé à cette communication financière est important. Chez A, le DG a passé 26 jours au total en 1999 sur les principales places financières étrangères pour rencontrer 150 investisseurs en « one to one ». Chez B, ces rencontres représentent 10 % du temps du PDG et plus de cent réunions par an. Chez F, il est organisé une centaine de rencontres par an en « one to one » et vingt « road shows » à l'étranger. Chez G, plus de 300 présentations ont été faites en 1999 et plus de 1000 investisseurs ont été rencontrés en « one to one ». Chez H, il n'y a que deux road shows par an, l'un à Paris et l'autre à Londres.

standardisées (ROE par métier, BNPA, etc.), celles qui figurent dans les rapports annuels, dans les comptes présentés chaque semestre ou trimestre selon les cas³⁸ ; ces données quantitatives doivent rendre compte non seulement des tendances passées mais avoir un caractère prospectif et fixer à tout le moins des objectifs pour l'année en cours (croissance du CA ou du bénéfice, parts de marché, perspectives de rentabilité, etc.) ; de surcroît, elles sont déclinées au niveau sectoriel, au travers de la publication des résultats par segment d'activité³⁹ ou par zone géographique ; enfin des informations concernant les technologies utilisées et à venir. Ces échanges s'orientent de fait de plus en plus vers un discours stratégique plutôt que la délivrance d'éléments chiffrés prévisionnels.

Les responsables de l'entreprise doivent en effet être capables de convaincre les analystes de la pertinence de la stratégie, dont ils restent les maîtres. Ils ont en quelque sorte une obligation de résultats. Car de fait, les investisseurs institutionnels gèrent des placements financiers et non des prises de participation dans les entreprises. Ils se disent d'ailleurs avant tout des « investisseurs financiers », des gestionnaires de fonds : ce ne sont donc pas des investisseurs stratégiques ou des gestionnaires de sociétés. Leur métier, c'est d'acheter des titres et de les revendre, à plus ou moins court terme (voir chapitre IV). Par rapport à la primauté de cet objectif, ils ont deux types d'exigence : la transparence de l'information en provenance de l'entreprise et la liquidité des titres, c'est-à-dire la possibilité de se retirer quand ils le décident sans perdre d'argent.

Dans ce contexte, les demandes des analystes concernant plus spécifiquement la gestion sociale de l'entreprise sont quasiment inexistantes. Comme on l'a vu dans le chapitre III, la relation salariale est la grande absente des méthodes d'analyse financière même si l'interaction entre ressources humaines et performances financières existe et si le lien entre gestion sociale et rentabilité de l'entreprise est d'une certaine manière reconnue par les analystes. Une enquête de *Price Waterhouse* menée en 1997

³⁸ Le passage aux comptes trimestriels est encore marginal en ce qui concerne les grands groupes français, la norme étant encore les comptes semestriels ; il est tout à fait récent pour ceux qui ont franchi ce pas, relativement contraignant d'ailleurs du point de vue de leur gestion interne : C, H, I et J sont passés à la publication des comptes trimestriels en 1999. La pression est forte car la plupart des groupes étrangers, leaders dans un secteur au niveau mondial, sont passés aux comptes trimestriels et il faut donner aux analystes financiers la même qualité d'information que celle livrée par les concurrents, faute de quoi ils estimeront la prise de risque plus importante. La publication trimestrielle des comptes est donc désormais devenue la norme vers laquelle tendent les groupes, même si elle n'a rien d'obligatoire (y compris pour les groupes français qui obtiennent la cotation au NYSE) et si elle occasionne une surcharge de travail aux analystes qui doivent intégrer les données pour faire tourner leur modèle.

³⁹ Dans la banque par exemple, ces segments d'activité sont la banque de détail, la banque d'investissement, la gestion d'actifs et les résultats sont détaillés pour ces trois types de métiers.

le confirme : ce sont les données sociales de l'entreprise et celles relatives au personnel qui sont jugées les moins utiles par les analystes financiers⁴⁰. En effet, les responsables de la communication financière disent ne pas avoir (ou avoir très peu) de questions directes en matière de gestion des ressources humaines, d'emploi ou de salaire, même si ces affirmations doivent être nuancées selon les secteurs d'appartenance de l'entreprise. C'est l'une des raisons pour lesquelles les responsables des ressources humaines ne sont jamais présents (à l'exception de E) lors des réunions avec les analystes financiers et les gestionnaires de portefeuille. De même, les responsables de la communication financière ne communiquent en général guère sur les ressources humaines, ni même sur les transformations à un niveau plus macro en matière de législation du travail ou de négociation collective (comme les 35 heures par exemple), hormis l'information qui a trait à la gestion des ressources humaines incluse dans les rapports annuels d'activité (occupant le plus souvent une place assez réduite). La notion de capital immatériel fait pourtant l'objet d'un intérêt croissant et dans les secteurs des services comme dans le secteur financier, les éléments incorporels contribuent fortement à la création de valeur. Mais ces domaines restent entièrement à codifier en termes d'informations financières. Quand les analystes financiers s'intéressent parfois au bilan social, c'est pour évaluer le climat social et le risque de grève et leur impact sur les résultats de l'entreprise, ou les effets d'un plan social sur le cours boursier.

D. LES ATTENTES DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS EN MATIERE DE GESTION SOCIALE ET LA PERCEPTION QU'EN ONT LES RESPONSABLES DES RESSOURCES HUMAINES

Globalement, les responsables des ressources humaines sont soumis à des choix stratégiques qui les placent dans un état de relative dépendance fonctionnelle par rapport aux instances dirigeantes de l'entreprise. La gestion des ressources humaines est en effet mise sous tension à partir d'orientations stratégiques émanant de la direction générale. Cette dépendance peut d'ailleurs se lire dans le fait que les directeurs de ressources humaines n'appartiennent pas systématiquement au comité exécutif des grands groupes (C et G), même si les nouveaux enjeux de management autour du capital humain (qualité du management, des compétences mobilisées, rétention des ressources critiques) tendent à modifier les liens entre stratégie et ressources humaines dans le sens d'une meilleure intégration et complémentarité. La financiarisation des groupes a sans doute accentué ce phénomène de dépendance relative. L'organisation des groupes en holding, l'importance prise par la fonction financière en leur sein, le rôle croissant des marchés financiers dans leur développement et leurs opérations de restructuration ont eu tendance à « instrumentaliser » la gestion des ressources humaines. Ainsi, les décisions d'externalisation qui comportent parfois le transfert de nombreux salariés sont le plus

⁴⁰ Cf. Les Echos du 2 juin 1998.

souvent prises par la direction générale, la direction financière ou opérationnelle. L'implication des directeurs des ressources humaines est dans ce cas reléguée au niveau de la seule gestion de la communication en interne⁴¹.

La gestion des ressources humaines concerne grosso modo deux champs d'intervention dans l'entreprise : la gestion de l'emploi et des systèmes de rémunération. Elle englobe le champ de l'organisation du travail, la communication interne, la formation, les entrées et sorties d'effectifs (recrutement, mise en préretraite, plans sociaux, etc.), le déroulement des carrières ainsi que les différents modes de rémunération des salariés (salaire de base, primes et bonus, épargne salariale, stock options, etc.). La création de valeur pour l'actionnaire n'a des effets directs que sur deux de ces fonctions, les systèmes de rémunération et la communication interne. Pour les autres fonctions, les impacts sont plus indirects et passent par des médiations.

1. Les ressources humaines, le « point aveugle » des investisseurs

De manière générale, on a vu que les analystes et les investisseurs institutionnels ont du mal à prendre en compte la dimension « gestion des ressources humaines » dans leur appréciation des firmes car cette dernière se laisse difficilement quantifiée (voir chapitre III). L'emploi n'est surveillé que sous l'angle financier : aux yeux des analystes, il est d'abord vu comme un coût, une charge fixe qu'il convient de réduire autant que faire se peut (ou en tout cas de maîtriser) plutôt que comme une source de valeur ajoutée. Une partie importante des besoins en fonds de roulement d'une entreprise est en effet constituée par les salaires qu'il faut payer à chaque fin de mois. Mais même dans cette optique, les entretiens indiquent que les demandes des analystes sont globalement faibles, voire inexistantes (F). A cet égard, les seuls ratios demandés sont des ratios de productivité du travail et la partie variable de la rémunération liée aux performances, même si les demandes varient en fonction des secteurs concernés selon que les ratios font sens ou non. Les investisseurs sont également soucieux de connaître la politique des entreprises en matière de recrutement, de rétribution et de rétention de professionnels ou d'experts considérés comme des ressources critiques dans certains secteurs de haute technologie. « *What is your retention policy ? est une question récurrente depuis deux ans* », a souligné l'une de nos interlocutrices chez C.

Les investisseurs institutionnels portent également des jugements un peu généraux sur les contextes macro-économiques et réglementaires touchant aussi bien au fonctionnement des marchés du travail qu'à la concurrence. Ainsi, certains gestionnaires de fonds plus particulièrement spécialisés en actions européennes se félicitent, dans leur prospectus destiné à attirer de nouveaux clients, des réformes

⁴¹ Cf. « Entretien avec J. Barthélémy » dans *Entreprise et Carrières*, n°528 du 9 au 15 mai 2000. J. Barthélémy est professeur au groupe ESC Nantes et auteur d'une thèse de doctorat HEC sur l'externalisation.

allant dans le sens d'une plus grande flexibilité des marchés du travail, d'une remise en cause des systèmes de retraite par répartition et d'une réduction de la fiscalité pour les entreprises. En bref, toutes les réformes visant à aligner les économies européennes sur le modèle américain sont jugées très favorablement, notamment la déréglementation et la création de valeur conduisant à des restructurations, des fusions-acquisitions d'entreprise. De ce point de vue, la France n'a pas démerité à leurs yeux avec les fusions de BNP-Paribas dans la banque, celui de Total-Fina dans l'énergie et enfin celui de Carrefour-Promodès dans la grande distribution⁴². En revanche, la loi sur les 35 heures et sa mise en œuvre préoccupent les analystes dans une optique de coût et de conséquences en terme de perte de compétitivité des entreprises françaises par rapport à celles d'autres pays. De même sont-ils intéressés par une évaluation globale et micro-économique du risque social.

Au total, les exigences des investisseurs institutionnels paraissent converger vers trois grands thèmes majeurs : 1/ la transparence de l'information qui a entraîné une professionnalisation de la communication financière au sein des grands groupes ;

2/ l'optimisation de l'utilisation des ressources financières, qui passe par une sélectivité accrue des investissements en fonction de la création de valeur et des programmes récurrents de rachat par les entreprises de leurs propres actions ;

3/ l'intéressement des cadres dirigeants au processus de création de valeur par le biais de modes de rémunération *ad hoc*.

De ces trois domaines, seul le dernier concerne directement la gestion des ressources humaines.

2. Des responsables de ressources humaines diversement mobilisés sur la question de la mondialisation financière

A l'issue des entretiens réalisés (cf. annexes), on peut déceler trois types de réactions de la part des responsables des ressources humaines quant à l'impact de la mondialisation financière et leur perception des attentes des investisseurs institutionnels : à un pôle, des responsables de ressources humaines qui ne se sentent pas vraiment concernés par ces questions et qui ne dialoguent jamais avec les analystes financiers. Ceux-là ne nous en ont en général pas accordé d'entretien et ont eu tendance à nous renvoyer systématiquement vers les responsables de la direction financière ou de la communication financière (D, F, G et I).

A l'autre pôle, une responsable des ressources humaines qui se sent pleinement concernée et qui est en contact direct avec la communauté des analystes financiers. Celle-là forme l'exception (E). Consciente que les ressources humaines sont un élément déterminant de la création de valeur dans son

⁴² Cf. Prospectus des *mutual funds* de *T. Rowe Price* dédiés aux actions internationales (*TRP International Stock Fund*, *TRP Global Stock Fund*, etc.), site Internet de *T Rowe Price*.

entreprise de service, elle cherche à faire partager, non sans mal, cette vision aux analystes financiers. Tirée par le marché vers des indicateurs chiffrés et standards, elle s'efforce néanmoins de communiquer systématiquement sur des ratios spécifiques à la gestion des ressources humaines, dans le but de contribuer à la formation d'autres standards que ceux habituellement admis par la communauté des analystes⁴³. Ici, ce sont les clients et les salariés qui ont été volontairement placés au centre des préoccupations du management de l'entreprise. Les actionnaires ne sont pas mis en avant même si le groupe est coté et a vu son cours de bourse fortement chahuté à la suite d'une acquisition à l'étranger.

Entre ces deux attitudes opposées, on trouve des responsables de ressources humaines qui acceptent de parler de cette question, tout en déniant aux investisseurs institutionnels et à la mondialisation financière un impact direct sur leur mode de gestion des ressources humaines. Ils reconnaissent généralement l'influence des investisseurs institutionnels sur la stratégie industrielle et financière de l'entreprise mais nient l'influence directe du marché financier sur leurs mesures de performance et sur leur politique sociale (A, C et J).

Selon eux, c'est à travers la stratégie, largement canalisée par le marché financier, que se développe une politique sociale particulière⁴⁴. En particulier, l'utilisation de l'EVA comme outil de mesure des performances n'est pas lié à la présence d'investisseurs institutionnels au capital de l'entreprise mais à la nécessité de suivre le niveau d'utilisation des capitaux dans un secteur donné et de sensibiliser certains opérationnels au coût du capital. Ce serait donc la logique de la concurrence qui oriente avant tout les pratiques internes de gestion, y compris au niveau des ressources humaines. Ces derniers ont donc plutôt insisté sur la mondialisation économique comme facteur de transformation des systèmes de rémunération et sur les difficultés de mettre en œuvre des politiques de ressources humaines de long terme, face aux mouvements d'acquisitions-cessions qui impliquent une instabilité permanente du périmètre des entreprises.

Les pratiques de gestion des ressources humaines seraient donc avant tout dictées par les transformations en provenance des marchés des biens (mondialisation des marchés et de la concurrence) plutôt que celles issues des marchés de capitaux. C'est en effet la concurrence qui

⁴³ Les indicateurs spécifiques au capital humain communiqués au marché sont dans le cas présent les suivants : nombre de collaborateurs, nombre d'emplois créés, taux d'emploi stable (proportion de contrats à durée indéterminée par rapport à l'effectif total), taux de promotion interne dans les réseaux, heures de formation, moyenne d'âge des effectifs sous contrat à durée indéterminée, ancienneté moyenne.

⁴⁴ Il existerait toutefois quelques sujets « sociaux » sur lesquels les investisseurs s'expriment directement : la rémunération des dirigeants et l'actionnariat salarié. Mais pour le reste de la gestion des ressources humaines, ils s'en remettent complètement aux dirigeants.

contraint les entreprises à 1) rationaliser en réduisant les effectifs (A et B), 2) à reconfigurer leur périmètre d'activité en se recentrant sur certains métiers et croître sur ces segments (A, B, C, F, G,) au travers d'une stratégie de spécialisation et de concentration. Si la gestion sociale a changé, c'est donc d'abord parce que l'activité de ces groupes a été dans certains cas radicalement renouvelée au cours des années 80 (passage d'une activité industrielle à une activité de services, conquête de nouveaux segments d'activité). Mais une seconde transformation apparaît au cours des années 90 : la stratégie de croissance spécialisée pousse les groupes à développer leurs acquisitions à l'étranger, en particulier sur le marché américain. C'est à partir de cet enchaînement, conception mondialisée (et non plus internationale) et acquisitions étrangères, que les pratiques de ressources humaines sont remises en cause.

3. Les deux canaux privilégiés de transformation des pratiques de gestion des ressources humaines

a) Une conception mondialisée qui entraîne la disparition de la relation bilatérale maison mère/ filiale étrangère au profit d'une configuration polycentrique

La conception mondiale de la production et du marketing (un produit est lancé sur plusieurs pays simultanément) conduit à concevoir complètement différemment l'organisation des ressources humaines. L'organisation par pays a tendance à être supplantée par une organisation par zone (Amérique, Europe, Asie : du point de vue du produit et, en conséquence, du point de vue des ressources humaines) (A). Les organigrammes montrent que les niveaux géographiques de décision ne sont plus nationaux. La gestion des cadres travaillant sur ces zones se fait donc au niveau des zones alors qu'elle était auparavant conçue comme un aller retour France/pays étranger, selon un régime d'expatriation. Ce régime garantissait au cadre expatrié les mêmes conditions de carrière et d'avantages sociaux que celles d'un résident français. Il bénéficiait en plus d'avantages spécifiques censés compenser le coût de l'éloignement. Cette organisation est qualifiée de coloniale (en rapport à la filiale étrangère) par le responsable des ressources humaines. Aujourd'hui, au contraire, cette relation polarisée disparaît. Elle laisse la place à une mobilité générale au sein d'une zone et entre les zones : un cadre n'est plus expatrié mais embauché aux conditions locales d'emploi.

Au sein d'une zone, les équipes sont elles-mêmes internationalisées. Par exemple, les comités de direction en France sont largement composés de cadres d'origine étrangère. Cette mobilité géographique est vivement encouragée par plusieurs groupes de l'échantillon (A, C, D).

b) Acquisitions américaines et anglaises et fusions européennes

Un pourcentage croissant de l'activité des groupes de l'échantillon est aujourd'hui réalisé hors de France : leur chiffre d'affaire à l'étranger dépasse en effet le plus souvent celui réalisé au plan

domestique, de même que leurs effectifs hors de France sont désormais majoritaires (cf. tableau 9). Il convient à cet égard de souligner que le phénomène de mondialisation est nettement plus accentué dans le cas des groupes industriels (A, B, C et D), que dans celui des groupes de services ou du secteur financier (E, F, G et H, I, J). Pour tous ces groupes, la France n'est donc plus la référence centrale, aussi bien pour le marché des produits que pour la gestion de leurs ressources humaines. L'acquisition de sociétés d'origine anglo-américaine est un élément fort de modification de leur gestion sociale. En effet, la mise en contact des cadres « français » avec ceux de ces sociétés, dans le cadre de la politique de mobilité internationale, contraint la direction des ressources humaines à revoir sa politique pour l'ensemble du groupe. Ainsi, la croissance de la part variable du salaire, la distribution de stock options, la rémunération fondée sur la performance individuelle ou collective, pratiques courantes aux Etats-Unis ou en Grande-Bretagne, sont-elles progressivement intégrées à la politique générale de gestion des cadres du groupe même lorsque ceux-ci ne font pas partie de la zone anglo-américaine. Il faut préciser que cette politique s'adresse essentiellement aux responsables du *top management* (directeurs et patrons opérationnels), amenés à avoir une perspective mondiale. Mais les cadres du niveau immédiatement inférieur, appelés à circuler dans le groupe, sont aussi concernés.

Tableau 9 : La mondialisation des groupes et l'attribution de stock options

	% du CA réalisé à l'étranger	% de l'effectif en France	% de cadres mobiles	% de salariés concernés par les stock options	
				cadres	effectif total
A	66 %	21 %	5 %	10 %	1,7 %
B	70 %	28 %	8 à 10 %	3 à 5 %	0,2 %
C	84 %	31 %	50 % des cadres de « haut niveau »	5 % (ou 10% en comptant les acquisitions américaines)	ND
D	78 %	19 %	ND	34 %	ND
E	39 %	52 %	ND	42 %	5,5 %
F	43 %	50 %	ND	ND	ND
G	32 %	47 %	ND	10-15 %	ND

Source : IRES, entretiens 2000.

Ce phénomène de diffusion par les acquisitions est particulièrement marqué pour la politique de stock options : *Chez A, le système date du début des années 1980 pour les dirigeants. Pour les comités de direction, il a été instauré entre 1985 et 1990. La politique a été revue l'année dernière : augmentation de la fréquence d'attribution des plans et donc des allocations de stock options (le renouvellement se faisait tous les 5 ans ; il se fait maintenant tous les 2 ans). Ce changement s'est*

opéré du fait de la perception d'un décalage avec les marchés anglo-américains. Mais les sources de la transformation remontent plus loin : « en 1985, quand on a racheté X (filiale américaine), ils avaient des stock options et pas nous. On n'était pas en phase ».

c) Le mimétisme sectoriel

La course à la croissance externe réduit le nombre de concurrents et du même coup le marché du travail des professions particulièrement recherchées par ces groupes. Ainsi, les groupes concurrents cherchent à débaucher du personnel déjà formé, sur une zone géographique assez importante (Europe, voire Etats-Unis et Europe). Pour conserver leur personnel qualifié, les groupes sont contraints de s'aligner sur des pratiques de rémunération qui tendent ainsi à s'uniformiser. Ceci est vrai dans le secteur agro-alimentaire, pour les postes R&D en Europe, dans les secteurs de haute technologie (notamment le secteur informatique), où la comparaison avec la Californie est effective.

E. DES SYSTEMES DE REMUNERATION ET D'ALLOCATION DES RESSOURCES DEDIES EN FONCTION DES CATEGORIES DE MAIN-D'OEUVRE

L'exigence d'un taux de rentabilité du capital élevé et stable du côté des actionnaires, revendiquée *ex ante* (15 % de ROE), est l'expression du pouvoir acquis collectivement par les investisseurs institutionnels. Ce pouvoir a transformé la nature de la rémunération des actionnaires, lui ôtant son caractère résiduel pour l'ériger en une sorte de « revenu minimum garanti du capital » comme le qualifie très justement Lordon [2000]. Le risque qui était pris autrefois par l'actionnaire, rémunéré une fois que les salariés, fournisseurs, banquiers, etc. avaient été payés, a été transféré sur le salarié, dont une partie croissante de la rémunération devient variable et livrée en partie aux aléas des marchés financiers. Dans ce contexte, il est juste de dire que la masse salariale est devenue la principale variable d'ajustement, reportant sur les salariés une partie du risque entrepreneurial [Artus et Debonneuil, 1999], même si cette prise de risque est encore globalement peu significative. Cette situation se traduit par la recherche d'une réduction des coûts au niveau des deux variables clés de la masse salariale : les salaires et l'emploi.

1. Systématisation des modèles de rémunération : Flexibilisation et individualisation des rémunérations

Au niveau des salaires, la recherche d'une réduction des coûts se traduit par une tendance à la flexibilité et l'individualisation croissantes des rémunérations, et la recherche d'un « alignement » des intérêts des salariés, notamment ceux des dirigeants, sur les intérêts des actionnaires. Le salaire étant considéré comme un coût fixe, les entreprises ont développé des formules qui permettent d'augmenter les salariés de manière non automatique. Pour ce qui concerne la partie fixe du salaire, les augmentations générales avec garantie contre l'inflation sont d'ailleurs de moins en moins pratiquées au sein des groupes. Elles ont été remplacées par des augmentations individuelles (C), qui passent de

plus en plus par l'attribution de primes liées aux performances. On assiste en parallèle au développement de systèmes de motivation financière individualisés (ou collectifs), avec comme conséquence une variabilité plus importante des salaires. La partie variable du salaire est en général liée aux performances individuelles et à celles du groupe, souvent assortis d'objectifs à atteindre fixés *ex ante*. Cela diffère bien évidemment en fonction des catégories de main-d'œuvre, et cette partie variable est d'autant plus grande que l'on monte dans la hiérarchie de l'entreprise (cf. encadré).

Encadré : Quelques exemples de calcul de la rémunération variable

Chez C, la part variable du salaire annuel peut aller de 15 à 50 %. Les objectifs sont exprimés par rapport à un budget (par exemple, le résultat opérationnel), la « target » étant placée par la hiérarchie à 100, avec un mini à 50 et un maxi à 150. Si le résultat est en dessous de 50, pas de bonus, si le résultat atteint 100, le bonus est de 100% (du salaire annuel), si le résultat dépasse 150%, le bonus est plafonné à 150%. La même grille s'applique aux 500 cadres supérieurs et l'allocation est faite par le DRH groupe. Pour les autres cadres, c'est le même schéma mais décentralisé. Les objectifs sont locaux mais concernent toujours les mêmes indicateurs : résultat opérationnel, fonds de roulement et commandes. Tous les cadres sont ainsi évalués.

L'EVA n'a pas été introduit bien que la question se soit posée. Le ratio « return on sale » étant voué à diminuer, compte tenu de l'évolution du métier (la part des achats augmentant), il fallait changer de ratio. Une tentative a été faite avec le ROCE. Mais ce dernier n'apparaît pas sur les tableaux opérationnels. Il aurait fallu le rajouter (i.e. faire intervenir un financier). Le groupe a toujours été orienté compte de résultat et pas bilan. C'est une culture d'entreprise. Le choix de l'EVA aurait nécessité de décliner le ratio à tous les étages, donc de changer profondément les habitudes.

Chez B, les bonus des dirigeants sont fixés sur des critères de création de valeur (ROA, ROI) et des performances par rapport à des objectifs. Les responsables de filiale sont rémunérés selon les principes suivants : 50% basé sur la rentabilité des actifs opérationnels, 20% sur les résultats de l'entité placée hiérarchiquement au-dessus, 30% sur trois objectifs individualisés. Il s'agit avant tout de considérer la croissance de la rentabilité. L'EVA n'est pas le critère car c'est une valeur absolue sujette à des variations importantes. Le marché financier cherche un compromis rentabilité /croissance et c'est le BNPA (Bénéfice Net Par Action) qui saisit le mieux cela, pas l'EVA.

Chez D, les bonus sont évalués en fonction des résultats financiers du groupe par rapport à des objectifs fixés en début d'année (résultat net par action plus croissance de l'EVA) et en fonction de la performance individuelle par rapport à des objectifs fixés également en début d'année et portant sur les principales actions attendues. Un nouveau système est actuellement mis en œuvre pour intégrer l'EVA dans la mesure de performance. Il a pour objet de sensibiliser les cadres à la rentabilité des capitaux utilisés. 600 cadres bénéficient d'un bonus fondé sur la performance individuelle, qui inclut

l'EVA dans son appréciation. L'entreprise est consciente que le fait de fixer une rentabilité trop forte réduit le nombre de projets possibles, ce qui tue la croissance. Le taux de rentabilité doit être conforme au secteur, pas plus. La création de valeur n'est pas considérée comme un outil financier mais comme un outil de pilotage opérationnel. Le bilan actuel est une sensibilisation sur le fonds de roulement et les actifs non utilisés.

Chez A, la partie variable a toujours été liée aux résultats économiques mais il s'agissait d'un cadrage global de la politique. Les montants assuraient un peu plus que la référence contractuelle. Ce système a été objectivé et rendu mécanique. La rémunération dépend maintenant de l'atteinte d'un objectif, le CVA (c'est l'EVA), i.e. le résultat diminué de la rémunération des capitaux propres. La part variable des directeurs est restée dans les mêmes proportions (10%) mais celle des dirigeants a beaucoup augmenté. Elle peut atteindre entre 20 et 30 % de la rémunération annuelle. Elle dépend aussi des pays : c'est plus dans les pays anglo-américains. De façon générale, le calcul de la part variable repose sur la base suivante : 40% dépendent des performances individuelles, 60% des résultats économiques. Sur ces 60%, 25% dépendent du résultat opérationnel publié, 25% du CVA et 10% du chiffre d'affaires. L'évaluation se fait par rapport à l'objectif budgété : si on atteint les objectifs on peut doubler sa prime. Mais il y a un plafond à 120% et un plancher à zéro. Il y a une discussion sur les objectifs et en particulier sur la croissance. La notion de « croissance rentable » est au cœur du système. La partie individuelle évalue la capacité des dirigeants à prendre en compte des éléments plus qualitatifs, stratégiques : développement des hommes, objectifs dans les projets transversaux, objectifs de sécurité, mise en place de structures transversales. Pour les membres du comité de direction, c'est à l'appréciation du DG qui anime le comité.

Au niveau des managers, la politique de bonus est par société et n'est pas généralisée. Par exemple, l'indicateur porte sur le résultat mais pas sur le CVA : on mesure alors l'impact personnel sur le résultat opérationnel pour chacune des 70 sociétés. Le DRH ne recommande pas l'utilisation du CVA à ce niveau.

Chez E, la partie variable ne représente que 5 % et est réservée aux managers du groupe.

Chez F, les dirigeants du groupe (responsables de pôles)perçoivent un bonus lié au ROCE.

Chez I, les bonus distribués sont liés aux résultats et non pas au ROE.

Chez J, la part variable de la rémunération est liée aux résultats du groupe (ROE, BNPA et valeur de l'action), de la société et du salarié en fonction de son niveau de responsabilité ; elle peut aller de 3 à 4 % minimum jusqu'à 10 % pour les directeurs.

Certains cadres de niveau supérieur se voient par exemple attribuer des bonus, fondé pour partie sur des indicateurs de création de valeur en général de court terme (tels que le ROCE ou *Return On Capital Employed*, le ROA ou *Return On Assets* ou bien encore le ROI ou *Return On Investments*) ou

sur les résultats comptables classiques (tels que le résultat opérationnel) et pour partie sur des performances individuelles (incluant parfois l'EVA dans son appréciation). Cette part peut atteindre jusqu'à 50 % de la rémunération annuelle des cadres de haut niveau, selon leur positionnement hiérarchique respectif au sein du groupe et selon les groupes en question (C et J). En revanche, la part variable du salaire reste faible pour les cadres moyens et les non cadres et l'évaluation est basée sur des performances directement liées au marché des produits. Pour la majorité des salariés, elle se limite aux formules de participation, d'intéressement, et de plans d'épargne d'entreprise (PEE) qui ont connu une accélération récente. Le développement de l'actionnariat salarié n'a pas, de ce point de vue, le même sens selon qu'il s'agit de ces différentes formes d'épargne salariale qui s'adressent au salarié « tout venant » des grands groupes (salariés stables néanmoins) ou bien de programmes de stock options destinés à une poignée de cadres dirigeants ou particulièrement prometteurs. A cet égard, ce sont surtout les modes de rémunération des cadres dirigeants ou « à haut potentiel » qui ont connu les transformations les plus importantes. Un effort a été fait depuis le début des années 90 mais surtout depuis trois ans environ pour systématiser les règles de rémunération les concernant, tout au moins ceux dont le suivi est centralisé. Les autres sont gérés localement comme le reste de la main-d'œuvre et sont parfois soumis à des règles d'évaluation assez semblables à celles du niveau supérieur. La fixation des règles, leur application à un nombre relativement important de cadres (pas seulement les dirigeants) et la communication faite autour de ce processus apparaît comme le changement majeur de ces cinq dernières années.

a) Les cadres dirigeants ou « à haut potentiel », premiers bénéficiaires de la mondialisation financière

La rémunération des cadres dirigeants, supérieurs ou de ceux jugés “ à haut potentiel ” fait en général l'objet d'une gestion très centralisée au niveau du groupe. L'attribution de programmes de stock options et de bonus liés aux performances individuelles et collectives prend désormais un caractère quasi systématique pour ces catégories professionnelles, bien qu'elle soit fortement individualisée et incitative : les stock options ne sont pas distribuées exclusivement à partir d'une duplication des positions hiérarchiques et des responsabilités exercées au sein des groupes (certains cadres dirigeants n'en ont pas) mais aussi à partir des performances individuelles remarquables de certains cadres. La rémunération est pensée en tant que système dont chaque élément vient contribuer à l'amélioration de la performance. Le recours fréquent à des cabinets de conseil spécialisés, opéré par les directions des groupes pour situer leur politique de rémunération des cadres dirigeants par rapport aux pratiques du marché local (la France) explique sans doute en partie aussi le phénomène de systématisation évoqué ci-dessus. Ces cabinets contribuent, par la centralisation des informations qu'ils réalisent, à produire des normes de rémunération « auto-référentes » pour les groupes en question.

Ces systèmes de rémunération prennent en compte des ratios de rentabilité (résultat opérationnel essentiellement) mais restent encore très limités dans leur appréciation des capitaux utilisés. Une seule entreprise de l'échantillon a mis en place une évaluation généralisée, pour l'ensemble des responsables opérationnels, basée sur l'EVA (D). Dans les autres cas, lorsqu'elle intervient, cette mesure reste circonscrite au *top management*. Les ratios de performance sont généralement les mêmes que ceux sur lesquels portent la communication financière : le résultat opérationnel (absolu et croissance en pourcentage), le fonds de roulement, la croissance du chiffre d'affaire.

Ce sont les cadres dirigeants qui ont vu leur rémunération le plus évoluer, avec un fort accroissement de la part variable et une systématisation de l'évaluation de leur performance. Le *management* reste quant à lui largement géré au niveau local et la conformité de son système de rémunération à celui des cadres dirigeants dépend du niveau d'intégration du groupe. Bien que la régularité du cours de bourse soit une préoccupation essentielle des dirigeants, celui-ci intervient marginalement dans le système d'évaluation et de rémunération (le seul cas est J). Ce constat corrobore les résultats obtenus par Mottis et Ponssard [1999]. Ces derniers soulignent en effet que ces formes de rémunération variables (stock options et bonus) n'intègrent de véritables critères de création de valeur et une référence au cours boursier qu'au niveau des cadres dirigeants appartenant aux Comités Exécutifs des sociétés. L'attribution des primes au niveau des responsables d'unités opérationnelles (directeurs de divisions, filiales) ou un niveau encore en-dessous reste encore largement fondée sur des résultats comptables classiques tels que le résultat opérationnel.

En France, les systèmes de stock options ont été introduits par la loi du 31 décembre 1970 mais se sont surtout développés à partir de 1987, grâce à des dispositions fiscales favorables mais aussi à cause des privatisations qui ont également donné un essor particulier aux différentes formes d'actionnariat salarié. Ils ont néanmoins connu une accélération et un élargissement ces deux ou trois dernières années, et sont parfois étendus aux jeunes cadres performants, voire aux populations non-cadres (B, C et G). Souvent, les acquisitions aux Etats-Unis sont l'occasion de renforcer de tels dispositifs, lesquels sont plus largement diffusés là-bas, notamment dans les secteurs de haute technologie. Sur des marchés de l'emploi où les compétences recherchés sont rares, le programme de stock options est souvent une condition *sine qua non* pour fidéliser les meilleurs éléments et conserver le personnel qualifié acquis à l'occasion de ces rachats.

Leur développement est généralement sollicité par les investisseurs institutionnels, les analystes l'intégrant dans leurs évaluations des sociétés et interrogeant régulièrement leurs responsables sur le sujet pour deux raisons majeures. La première raison est que le recrutement et la fidélisation de cadres performants fait l'objet d'une concurrence intense entre les plus grands groupes mondiaux, dans certains secteurs plus que d'autres (les télécommunications notamment). Il est donc nécessaire aux yeux des investisseurs que les groupes français se mettent au diapason et pratiquent des politiques de gestion appropriées, aux rangs desquels l'attribution de stock options est un passage obligé. La

deuxième raison est que la majorité des travaux étudiant les réactions boursières à l'annonce de la mise en place d'un programme de stock options met en évidence une augmentation significative du cours des titres concernés, donc une appréciation positive des marchés. Or la valorisation des titres est l'objectif premier, sinon le seul, recherché par les gestionnaires de fonds qui se soucient beaucoup moins des dividendes distribués.

Pour attirer et fidéliser des catégories de main-d'œuvre fortement spécialisées que l'entreprise considère comme « stratégiques » dans certains secteurs en développement et pour lesquelles elle est prête à mettre le prix, les responsables des ressources humaines laissent parfois se développer au sein des groupes de très gros écarts de rémunération entre cette petite couche de professionnels de haut niveau et la grande masse des salariés. Pour cette couche de cadres, l'internationalisation du marché du travail, renforcée par les pratiques des cabinets de « chasse de tête » organisés en réseau mondial et de plus en plus spécialisés par secteur, pousse à l'alignement de leurs rémunérations sur les modes de rémunération en vigueur aux Etats-Unis ou au Royaume-Uni. Un des groupes de l'échantillon positionné dans les secteurs de haute technologie (C) est allé jusqu'à mettre en place pour ses cadres à fort potentiel, des systèmes d'incubateur avec des stock options et des possibilités d'introduction ultérieure en bourse pour éviter le partenariat en capital immédiat. Pour ce type de salariés, les stock options apparaissent aux dires des responsables des ressources humaines comme des instruments inégalables, avec un effet de démultiplication bien plus grand que les avantages sociaux de type épargne salariale, retraite supplémentaire, etc.

Selon Fagnot [1999], les plans d'options sur actions (traduction française des stock options) sont utilisés par la moitié des entreprises françaises cotées en bourse, soit un peu plus de 400 sur un total de 839. La dimension internationale des groupes accroît leur probabilité d'avoir mis en place de tels systèmes de rémunération. D'après une enquête du magazine "l'Expansion", c'est près de 28 000 salariés qui en France seraient bénéficiaires de stock options au sein des sociétés du CAC 40, soit seulement 1% environ des salariés des quarante plus grandes entreprises françaises. Nos entretiens confirment que cette forme de rémunération est encore extrêmement minoritaire en France : l'attribution de stock options concerne entre 0,2 % pour la fourchette basse et 5,5 % pour la fourchette haute de l'effectif total et entre 5 % et 42 % des cadres selon les cas (cf. tableau 9). Elle est généralement d'autant plus importante que le groupe est fortement mondialisé.

L'attribution de stock options encourage les augmentations individuelles et discrétionnaires puisque les droits sont conférés au salarié à titre personnel. En outre, ces dispositifs d'incitation à la performance s'adressent dans les faits, et en dépit de la loi, quasi exclusivement aux cadres (un sur quatre aux cadres dirigeants), à l'exception de quelques entreprises qui en diffusent, de façon très parcimonieuse, à l'ensemble de leur personnel (à l'instar de G) ou à tous ceux qui veulent bien s'associer à une augmentation de capital réservée (C). Comme l'attribution de stock options se fait au détriment de la partie fixe du salaire, cette forme de rémunération ne peut s'adresser de façon

significative qu'à des cadres dont le niveau de salaire est suffisant pour supporter une partie aléatoire de leur rémunération. On voit donc difficilement ce mode de rémunération se généraliser pour les catégories ouvrières ou employées.

La décote accordée aux acquéreurs de stock options ne peut aller au-delà de 20 % du cours de bourse (limite maximale fixée par la loi) mais elle est le plus souvent de 5 % (huit cas sur dix selon Fagnot [1999]) ; certains groupes l'ont tout récemment supprimée (B, F, G et I). Dans certains cas, encore rares et tout à fait récents, la réalisation des options est conditionnée à l'obtention d'une sur-performance déterminée du cours de l'action par rapport aux concurrents. Dans ce dernier cas, l'objectif est de lier l'attribution de stock options à la capacité pour une poignée de cadres dirigeants de créer de la valeur et d'obtenir des résultats supérieurs au coût des capitaux investis⁴⁵.

Ce mode de rémunération est avantageux tant pour les salariés (plus-values d'acquisition et de cessions faiblement imposées) que pour l'entreprise (charges sociales limitées par rapport à ce qu'elle aurait à acquitter en cas de salaire). Les bénéficiaires ne peuvent lever généralement l'option avant cinq ans sous peine de sanctions pour l'entreprise, qui est alors obligée de payer les charges sociales en cas de vente. L'obligation de portage des actions levées par le salarié a d'abord été de cinq ans. Elle fut réduite à un an en 1984 puis supprimée par le gouvernement Balladur en 1993. Aujourd'hui, le délai de portage et le temps de l'option a été réduits de sorte que les options sont devenues des " techniques de production de plus-values à plus ou moins court terme, destinées à conforter des rémunérations ", plutôt que des moyens d'accéder à l'actionnariat salarié⁴⁶.

b) L'épargne salariale pour le noyau stable des salariés

L'épargne salariale est, quant à elle, beaucoup plus largement diffusée au sein des grandes entreprises, tout en profitant proportionnellement plus aux catégories déjà privilégiées évoquées ci-dessus, ainsi qu'aux cadres de manière générale. Elle s'est développée surtout à partir de 1986, sous l'effet conjugué des privatisations et de la relance des plans d'épargne d'entreprise (PEE). Lors des privatisations, la loi offrait des conditions préférentielles aux salariés pour les inciter à devenir actionnaire : 10 % des actions mises sur le marché étaient réservées au personnel de l'entreprise avec une décote sur le prix d'acquisition de l'action. Depuis 1997, les grandes entreprises ont considérablement augmenté leur abondement, qui progresse de 68 % entre 1997 et 1998 contre

⁴⁵ C'est notamment le cas de G qui a attribué à 50 des principaux dirigeants du groupe des stock options sans décote et réalisables uniquement si l'action affiche une sur-performance boursière d'au moins 25 % par rapport au prix de l'action de ses principaux concurrents, cherchant ainsi à les intéresser encore plus fortement à la hausse du cours de bourse de l'entreprise.

⁴⁶ Cf. " Qu'appelle-t-on épargne salariale ? ", par Paul Maillard, Banque, avril 2000.

seulement 17 % entre 1995 et 1996 et 12 % entre 1996 et 1997, ce qui a donné un coup d'accélérateur à l'épargne salariale. Les versements volontaires des salariés affichent d'ailleurs une progression importante au cours de l'année 1998 : ils passent de 3,55 milliards de F en 1997 à 7,3 milliards de F. en 1998 [Fagnot, 1999].

En France, l'épargne salariale s'est développée sous trois formes avec des passerelles entre elles⁴⁷ : la participation, l'intéressement et les plans d'épargne qui sont mis en place et se gèrent en général à l'échelle du groupe. La participation, apparue en 1967, a un caractère obligatoire dans les entreprises de plus de 50 salariés. Elle est en conséquence pratiquée par l'ensemble des sociétés cotées, et par conséquent celles de l'échantillon étudié. Son mode de calcul et son niveau souvent assez faible n'en font pas un élément déterminant de la politique de rémunération des groupes. L'intéressement, mis en place par une ordonnance de 1959, est en revanche facultatif. Il fait l'objet d'une négociation périodique avec les représentants des salariés (tous les trois ans), avec une tendance à la décentralisation de la négociation du groupe vers l'entreprise, voire vers l'établissement. Il a été l'occasion, pour les directions, de lier une partie de la rémunération des salariés aux performances propres à chaque entreprise. Son calcul est fonction de la situation financière de l'entreprise ; son importance varie selon les politiques de rémunération suivies et le rapport de force syndical propre à l'entreprise en question. Il est par conséquent considéré comme un élément de motivation des salariés, un facteur d'adhésion du personnel aux objectifs de performance de l'entreprise et de sensibilisation à une variation des gains (compte tenu de son caractère aléatoire). Toutefois, le lien aux résultats de l'entreprise dans son mode de calcul a tendance à se distendre progressivement au profit de critères liés au travail direct des salariés. Cette forme de rémunération a été relancée à la faveur de l'amélioration de la santé financière des entreprises⁴⁸. Les PEE ont été, quant à eux, créés par une ordonnance de 1967. Mais ils se sont développés surtout à la faveur de la loi du 25 juillet 1994, qui renforce les dispositions fiscales favorisant l'intéressement et la participation et entraîne leur plus grande diffusion auprès des salariés⁴⁹. Plus récemment, ils sont utilisés par les directions pour

⁴⁷ La participation, placée ou non dans un PEE, est bloquée cinq ans. Les primes acquises au titre de l'intéressement sont également bloquées cinq ans, dès lors qu'elles sont versées dans un PEE.

⁴⁸ L'intéressement n'est cependant versée au PEE que pour une part minoritaire. Les deux tiers des montants perçus à ce titre par les salariés sont immédiatement retirés, soit parce qu'il n'existe pas au sein de l'entreprise de PEE, soit parce que les salariés les utilisent pour leur consommation. En conséquence, il paraît quelque peu abusif de parler « d'épargne salariale » dans ce cas-là.

⁴⁹ Cf. « Intéressement, participation, actionnariat », *Liaisons sociales*, n° spécial, supplément au n°12064 du 1^{er} décembre 1995.

compenser le manque de perspectives salariales, accentué par le gel des salaires lié à la négociation sur les 35 heures⁵⁰.

Après plus de vingt années de rigueur salariale et de restructurations, lisible dans la baisse relative des salaires dans le partage de la valeur ajoutée, l'intéressement et le PEE permettent un partage des bénéfices en faveur des salariés, au détriment des augmentations de salaire. Ce choix répond globalement à la volonté des responsables d'entreprise de stabiliser la part fixe du salaire afin d'en développer la partie variable. Il correspond également de leur part au choix d'en faire un instrument de motivation et de sensibilisation des salariés aux résultats de l'entreprise et à l'évolution de son cours de bourse. « *L'épargne salariale est plus intéressante que l'intéressement. qui est un peu compliqué ... elle est plus flexible, elle permet aux salariés de mieux comprendre les enjeux pour les actionnaires, de se sentir partie prenante de l'évolution de l'entreprise* », nous a confié un responsable de D.

L'intérêt majeur pour l'entreprise est que les sommes distribuées sont dans les deux cas exonérées de charges sociales et ne sont pas intégrées à son résultat imposable. L'intéressement représente notamment une forme de rémunération non « chargée » pour l'entreprise. Il a de fait tendance à se substituer de plus en plus aux primes traditionnelles de production et de productivité dans l'industrie. Les sommes versées au titre de l'intéressement sont imposables pour le salarié au titre de l'impôt sur le revenu, sauf s'il décide de le transférer sur un PEE. Dans ce cas, les sommes généralement bloquées cinq ans sont le plus souvent gérées en fonds commun de placement d'entreprise (FCPE), et confiées à des sociétés de gestion professionnelles. Ces deux formes de rémunération complémentaires négociées (intéressement et PEE) sont collectives et plafonnées⁵¹. Ils ne permettent pas d'individualiser les salaires à la différence des bonus et des stock options. Mais ils font dépendre une partie de la rémunération des salariés de critères qui tendent à se substituer à ceux de la qualification dans la fixation du salaire direct.

Le PEE, à caractère facultatif, est loin d'être massivement diffusé parmi les salariés des grandes entreprises comme le montre le tableau 10 ci-dessous.

⁵⁰ Selon le ministère de l'Emploi et de la solidarité, 35 % des accords salariaux dans l'industrie, 45 % des accords salariaux dans le tertiaire ou la construction ont comporté au cours de l'année 1999 une clause de gel des salaires. Chez Saint-Gobain, le Plan d'Épargne Groupe compte pour plus de 50 % dans l'accroissement de la rémunération d'un ouvrier contre 20 % pour l'intéressement et 30 % pour le salaire de base, cf. *Liaisons sociales*, mars 2000, p. 48.

⁵¹ Pour les salariés, les versements volontaires ne peuvent excéder 25 % de leur rémunération annuelle. Pour les employeurs, l'abondement maximal est de 15 000F, qui peut être porté à 22 500F en cas d'acquisition par le salarié d'actions de sa propre entreprise.

Tableau 10 : La diffusion de l'épargne salariale

	% de salariés participants	% de l'actionnariat salarié ds le capital		% de salariés participants	% de l'actionnariat salarié ds le capital
A	ND	0,76 %	F	38 %	ND
B	52 %	4,1 %	G	38 %	4 %
C	30 %	1,48 %	H	73 %	ND
D	ND	ND	I	95 % (France)	8,2 %
E	56 %	1,3 %	J	ND	ND

Sources : entretiens et rapports d'activité des groupes de l'échantillon

D'autre part, ce sont les catégories professionnelles supérieures qui en profitent le plus. Ceci n'a rien d'étonnant dans la mesure où la diffusion des produits d'épargne croît avec le niveau de salaire, de même que les montants épargnés. Dans un des groupes de l'échantillon (B), le plan d'épargne est diffusé auprès de 52 % des salariés, mais 78 % des cadres en bénéficient contre seulement 38,5 % des ouvriers. Dans un autre groupe (F), le plan d'épargne concerne 38 % des salariés ayants droit mais seulement 13 % des ouvriers. Devant le faible succès de certains PEE auprès des catégories ouvrières, certains groupes ont d'ailleurs mis en place depuis 1999 des dispositifs d'épargne à effet de levier, avec une garantie de revenu à la clé (B, F, G et J). Enfin, l'actionnariat salarié ne représente jamais une très grosse part en termes de capital détenu au sein des groupes comme en témoigne la lecture du tableau 10. Même si plusieurs groupes se sont fixés comme objectif de parvenir à un seuil de 5 % (F) ou 10 % du capital (G), dans le but de stabiliser leur structure actionnariale.

La gestion des plans d'épargne salariale comme celle des programmes de stock options est en général centralisée au sein de la direction des ressources humaines au niveau du groupe tandis que d'autres champs des ressources humaines ont tendance à être décentralisés au niveau des établissements, voire carrément sous-traités à des prestataires extérieurs. Ces systèmes de rémunération incitative accroissent les inégalités entre salariés dans un contexte où les situations et les statuts d'emploi ne cessent de se diversifier. Ils accélèrent ce faisant le phénomène d'individualisation et la fragmentation des intérêts entre salariés.

2. Diversification des modes de gestion de l'emploi et segmentation accrue des marchés du travail

Aujourd'hui, la déstabilisation des principaux oligopoles mondiaux impose aux entreprises un renouvellement rapide de leurs stratégies concurrentielles. En même temps, on observe une mobilité très grande des capitaux : les gestionnaires de fonds sélectionnent leurs placements financiers à partir d'un arbitrage risque/rentabilité, en fonction des performances financières relatives des entreprises au

niveau mondial, à l'intérieur d'un secteur donné. Dans ce contexte, la croissance de la rentabilité du capital prime sur celle du chiffre d'affaire. Cette recherche de rentabilité, qui s'exprime par le rapport entre des flux de revenu et le stock de capitaux utilisés pour les obtenir, peut être obtenue soit par augmentation du numérateur (i.e. une amélioration des marges), soit par une diminution du dénominateur (i.e. un usage plus parcimonieux du capital).

Comme le souligne Batsch [1999], il y a deux façons d'augmenter les marges pour une entreprise : en poursuivant une stratégie de croissance et de conquête des marchés par acquisitions externes pour atteindre le plus rapidement possible la taille critique qui permet de faire face à la concurrence au niveau mondial, et en mettant en œuvre une stratégie de réduction des coûts. Ces deux stratégies ne sont pas exclusives l'une de l'autre et l'on constate que la plupart des groupes de notre échantillon ont mené les deux de front. D'une part, ils ont accéléré ces dernières années leurs opérations de croissance externe en multipliant les investissements à l'étranger, principalement par voie de fusions-acquisitions. D'autre part, ils ont recherché des gains de productivité par réduction des coûts (fixes notamment) en supprimant certaines charges d'exploitation ou en les rendant variables, notamment les coûts de main-d'œuvre.

L'autre façon d'augmenter la rentabilité est de réduire le stock de capital utilisé, de lisser les investissements ou plus radicalement de les reporter sur d'autres entreprises. Pour ce faire, les groupes sont encouragés à réduire leurs fonds propres au profit de la dette, à diminuer leurs besoins en fonds de roulement (notamment les stocks et les créances clients) ou à développer la sous-traitance en externalisant bon nombre d'activités. La recherche de flexibilité des équipements se traduit par le recours au leasing plutôt que des immobilisations durables, l'automatisation des outils de production et une rationalisation de la production et des flux.

Plusieurs études [Mallet, 1993 et Beaujolin, 1998] ont montré que ce sont avant tout des logiques financières qui sous-tendent les déterminations du sureffectif. Le ratio de productivité du travail calculé par l'entreprise ne retient que ce qui a trait à la masse salariale. Etant donné que le travail intérimaire, les honoraires et autres formes de rémunération d'intermédiaires ne sont pas comptabilisées dans les frais de personnel mais dans les "autres charges externes", une partie des coûts de main-d'œuvre échappe ainsi au calcul de la productivité et permet d'en améliorer mécaniquement le niveau. Le mode de calcul de ce ratio débouche donc sur une forte incitation à recourir à l'externalisation de l'emploi pour certaines catégories de main-d'œuvre (ouvriers et employés), ce qui s'est traduit globalement par une augmentation des emplois situés à la périphérie des grandes entreprises. La flexibilité de la main-d'œuvre peut également être obtenue par le développement de la polyvalence et la mise en œuvre d'équipes autonomes avec une responsabilisation des différents acteurs.

La réduction des coûts de main-d'oeuvre a visé principalement les catégories ouvrières. Les groupes ont pu développer des formes de flexibilité (recours à l'intérim, au travail à temps partiel, aux préretraites, etc.), afin d'ajuster les effectifs aux fluctuations de la demande et de réduire ainsi la masse salariale. Les plans sociaux et les licenciements ont été également un des moyens utilisés par les groupes français au début des années 90 pour réduire le coût de production du travail ouvrier, l'essentiel des rémunérations pour ces catégories professionnelles étant fixe. Les groupes n'hésitent pas non plus aujourd'hui à délocaliser les activités à forte intensité de main-d'oeuvre ou à les automatiser quand c'est possible. Ces synergies « hard » ont un impact immédiat sur le retour sur investissement et sont généralement appréciées des analystes ⁵².

Le périmètre des entreprises de l'échantillon étudié étant en bouleversement permanent, il est très difficile de suivre l'évolution du niveau de l'emploi au sein des grands groupes français. Quand il y a eu réduction d'effectifs, ce sont principalement les catégories ouvrières qui semblent avoir été les plus touchées. L'observation des formes de recrutement et des types de contrats qui leur sont associés peut également donner à penser qu'on assiste là aussi à une hétérogénéisation des modes de gestion de la main-d'oeuvre. La gestion de la mobilité et des carrières des cadres dirigeants ou à « haut potentiel » reste très centralisée au niveau des groupes. Elle fait l'objet d'une attention particulière et d'une politique très active de la part des responsables de ressources humaines, avec des programmes d'évaluation et de suivi des carrières dédiés à ces catégories et à ces salariés à un niveau individuel. La gestion du recrutement des personnels ouvriers et employés a en revanche plutôt tendance à être décentralisée au niveau des filiales ou des établissements, voire carrément externalisée. De surcroît, on observe que le recours à des formes de contrats précaires (notamment l'intérim dans l'industrie) est plutôt « réservé » aux catégories ouvrières même s'il varie fortement en fonction des secteurs, tandis que les embauches sous forme de contrat à durée indéterminée sont la règle d'emploi pour les catégories supérieures (ingénieurs, cadres).

La tendance dominante paraît ainsi aller vers un éclatement et une plus grande hétérogénéité des relations salariales et des relations d'emploi au sein même des groupes, avec des formules salariales et des types de contrats adaptés aux différentes catégories de main-d'oeuvre et au fonctionnement spécifique des marchés du travail correspondant à ces catégories. On irait de la sorte vers une segmentation de plus en plus poussée des marchés du travail (des sortes de micro-marchés du travail) avec des différences de modes de gestion de l'emploi et des rémunérations spécifiques à des profils de salariés, des groupes professionnels ou à des métiers coexistant au sein d'un même groupe, à des

⁵² Cf. B. Collomb (PDG de Lafarge) et A. Dikkers (analyste) : « L'acquisition d'entreprise entre savoir-faire et faire savoir – L'acquisition de Redland par Lafarge », compte-rendu du débat animé par M. Berry le 30 mars 1999 dans le cadre de *l'Association des Amis de l'Ecole de Paris du Management*.

degrés variables selon l'appartenance sectorielle de ces groupes. Ce constat confirme globalement les résultats de l'étude réalisée par Beffa, Boyer et Touffut [1999]. Il mériterait cependant d'être affiné au niveau des catégories de main-d'œuvre concernées.

On constate finalement que la mondialisation économique et financière entraîne une relative homogénéisation des pratiques de gestion sociale au niveau des équipes dirigeantes, de l'encadrement de haut niveau et de certains professionnels aux compétences très recherchées. En revanche, le fonctionnement des marchés du travail locaux continue de réguler les conditions d'emploi et de salaire du plus grand nombre de salariés (ouvriers, employés, cadres moyens). Les différenciations apparues dans la gestion de ces catégories professionnelles tendent ainsi à s'accroître au sein même des groupes aujourd'hui à l'intérieur d'un pays donné. Dans les années 70, cette gestion relevait davantage des conditions locales spécifiques à un marché du travail donné, pour l'ensemble des salariés d'un groupe et quelle que soit leur position dans la hiérarchie de l'entreprise (de l'ouvrier de base au PDG). La question qui est aujourd'hui posée aux groupes est de parvenir à gérer durablement ces différences localement, dans des conditions où la mobilisation et l'implication de la main-d'œuvre sont sollicitées à tous les niveaux de l'entreprise.

3. Conclusion : un alignement des pratiques par besoin d'intégration interne

L'adoption de pratiques de gestion sociale venues du monde anglo-américain semble plus relever d'un besoin général d'intégration des équipes d'encadrement que d'un désir de répondre ou de complaire au marché financier, ce dernier restant quasiment muet sur la question des ressources humaines et de sa gestion. Comme le dit un interviewé : « *L'objectif est d'avoir des gens qui parlent le même langage d'un bout à l'autre de la hiérarchie, du directeur d'usine au directeur financier groupe* ». Il s'agit donc d'un effort interne d'explicitation de l'organisation, de communication et de compréhension, dont la nécessité a augmenté en lien avec la croissance externe de ces groupes, fondée en grande partie sur des acquisitions étrangères. Si le contexte national reste la base à partir de laquelle s'organise la gestion des salariés localement, une politique transnationale est en train de se mettre en place pour une catégorie de cadres « mobiles ». Cette politique répond aussi bien au besoin de fidéliser une main-d'œuvre souvent fort courtisée au plan international que d'homogénéiser les conditions de sa collaboration au groupe et d'accroître ainsi l'espace de sa circulation à l'intérieur du groupe au niveau européen, voire mondial.

Le besoin de « parler le même langage » est donc lié à l'évolution structurelle de ces groupes. Mais cet effort d'organisation interne doit être resitué dans un effort plus général de l'entreprise qui, cette fois, émane d'une contrainte imposée par le marché financier. Il s'agit de la demande qu'adresse le marché financier à l'entreprise en matière de transparence et de lisibilité organisationnelle. On aurait tort de ce point de vue de penser que le marché financier est irréductiblement hostile à la forme conglomérale. La première valorisation boursière aux Etats-Unis n'est autre que *General Electric*,

entreprise diversifiée dans bon nombre de secteurs et la stratégie de recentrage est loin de représenter une tendance dominante, en France comme aux Etats-Unis [Paulré, 2000]. Un groupe peut être diversifié à condition qu'il offre une bonne lisibilité de ses différents métiers. De ce point de vue, la communication financière au marché est essentielle. Cela étant, il est vrai que la plupart des groupes de notre échantillon ont procédé à des opérations de recentrage sur leurs pôles d'activité les plus rentables dans la deuxième moitié des années 90 et revendiquent explicitement cette stratégie.

Le *corporate governance* constitue la partie la plus médiatisée de cette demande de transparence actuellement. A l'issue des entretiens effectués auprès des acteurs du marché financier et des responsables d'entreprises, la gestion sociale n'est pas un sujet explicite de *corporate governance*, à l'exception de la question de la rémunération des dirigeants et des systèmes d'incitation qui leur sont réservés. Pourtant, les systèmes de rémunération ont été rationalisés et systématisés de façon significative à partir du milieu des années 90. Cet effort, même s'il répond au besoin d'intégration mentionné, rencontre aussi une exigence au niveau du *corporate governance* : 1) rendre lisible pour les marchés l'organisation interne du groupe ; 2) la rendre compréhensible en l'alignant sur des pratiques communes au secteur concerné (*benchmarking*). Les systèmes de rémunération spécifiques mis en place par ces groupes ne répondent pas directement à une demande précise des investisseurs institutionnels mais rencontrent leur assentiment et leur intérêt dans la mesure où ils relèvent tous d'un même modèle incitatif, pratiqué couramment aux Etats-Unis.

F. EN GUISE DE CONCLUSION : LA MONDIALISATION FINANCIERE, UN FACTEUR IMPORTANT MAIS NON EXCLUSIF DE TRANSFORMATION DU RAPPORT SALARIAL

Si la mondialisation financière a joué un rôle non négligeable dans les modifications du rapport salarial comme on a pu le voir, ce rôle n'est souvent qu'indirect et il serait abusif de lui en attribuer la paternité exclusive. Une autre dynamique a sans doute contribué, pour une part tout aussi importante, à reconfigurer cette relation salariale. Elle concerne les processus économiques, en premier lieu la concentration du capital, ainsi que les mesures de libéralisation des échanges et de l'investissement direct qui ont bouleversé les conditions de la concurrence en décloisonnant, dans un nombre croissant de secteurs, les oligopoles nationaux et en constituant un champ proprement mondial d'affrontement concurrentiel oligopolistique entre les grands groupes industriels, de service et financiers (à des degrés d'avancement divers selon ces secteurs). Tel est le constat qui ressort massivement de cette enquête.

Il conviendrait également de s'interroger sur l'impact des mutations contemporaines profondes des technologies, notamment de celles qui sont incorporées de façon directe dans les procès de production et qui façonnent, comme le font notamment les technologies de l'information et de la communication, le procès de travail. Leur diffusion a coïncidé presque totalement avec la période qui a vu les principales économies industrialisées se débattre avec les contrecoups de deux récessions mondiales

successives, celle de 1974-75 et celle de 1979-81. Elle a été à la mesure de l'intensité de la compétition internationale qui a marqué de son sceau les années 80. En France, de surcroît, ces dynamiques ont joué dans un contexte spécifique de chômage élevé et durable, largement attribuable à la politique de désinflation compétitive mise en œuvre au milieu des années 80, dont on ne saurait sous-estimer le rôle dans l'évolution des rapports entre le capital et le travail.

De manière générale, la mondialisation économique et financière, tout comme les nouvelles formes de rivalité oligopolistique qui en sont une des conséquences, ont indiscutablement agi comme un puissant ferment de transformation du rapport salarial. Suite à la déréglementation et à la libéralisation économique et financière, le capital a reconquis une liberté de mouvement très grande. La concurrence accrue sur les marchés de biens et de services combinée à une pression plus forte des marchés financiers et au pouvoir acquis par les investisseurs institutionnels ont eu des incidences notables sur le comportement des entreprises, notamment sur leur politique d'allocation des ressources, tant en travail qu'en capital, ainsi que sur leurs systèmes de rémunération.

La mondialisation économique s'est traduite par une intensification de la concurrence au niveau des grands groupes, dans un contexte où les principaux oligopoles mondiaux ont été déstabilisés et sont encore pour certains secteurs en voie de recomposition. Quels que soient les modes de concurrence prévalant au sein des différents secteurs (par les coûts, l'innovation, la qualité du produit et du service rendu, etc.), la recherche de gains de productivité a eu des conséquences importantes sur la gestion du facteur travail par les groupes. La mondialisation des grands groupes français est aujourd'hui une réalité et cette situation a de fortes incidences sur la gestion de leurs ressources humaines.

La mondialisation financière s'est quant à elle traduite par une intensification de la concurrence au niveau des grands groupes, quant à leurs sources de financement et leur accès aux principales places financières mondiales. Le développement des marchés financiers et l'évaluation publique des entreprises ont érigé le pouvoir actionnarial en arbitre déterminant des nouvelles règles du jeu économique. Il s'agit désormais de « créer de la valeur pour l'actionnaire » par l'érection de nouvelles normes financières qui poussent les entreprises à mettre en œuvre une stratégie de recherche permanente de rentabilité, cette dernière étant mesurée désormais à l'aune de celle de leurs concurrents mondiaux. Elle conduit les entreprises à rechercher des gains de productivité via des restructurations (fusions-acquisitions et cessions d'actifs) en se focalisant sur les secteurs les plus rentables, à « aligner » les intérêts de leurs salariés les plus prisés, et principalement de leurs cadres dirigeants sur ceux de leurs actionnaires, par une transformation des systèmes de rémunération en fonction de ce nouvel objectif, ainsi qu'à économiser le capital et les fonds propres en externalisant et en sous-traitant certaines activités considérées comme non stratégiques.

Au-delà de ces transformations majeures dont les dynamiques s'imbriquent sans qu'il soit possible de les hiérarchiser, c'est aussi et l'on serait tenté de dire surtout le chômage en France qui a pesé lourd dans la dégradation du rapport de forces capital/travail au détriment des salariés et dans la remise en

cause du compromis « fordiste » qui faisait évoluer les salaires comme la productivité. Cette dégradation s'est traduite par une baisse assez brutale des salaires dans la valeur ajoutée, de même que par la multiplication des plans sociaux et une intensification du travail liée à la réorganisation productive mise en œuvre par l'ensemble de l'appareil productif français à partir des années 80. La France est d'ailleurs l'un des pays européens qui a connu la chute la plus forte de ce point de vue. L'augmentation corrélative de la part des profits a entraîné une meilleure rémunération des actionnaires avec un accroissement notable des dividendes distribués : les entreprises du CAC 40 distribuent en moyenne près de 37 % de leurs bénéfices aujourd'hui. Plusieurs études montrent qu'en outre, la baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée est surtout le fait des grandes entreprises de l'industrie manufacturière [Aerts, 2000], et des secteurs de technologie avancée [Artus et Cohen, 1998].

La pression actionnariale incarnée par les gestionnaires de fonds, centralisant l'épargne collective des salariés et des ménages, est venue accentuer ce phénomène mais il n'est pas juste de lui en attribuer la cause. Autrement dit, les dirigeants des grandes entreprises françaises, avec l'aide du gouvernement et de la mise en œuvre d'une politique de désinflation compétitive, n'ont pas attendu les gestionnaires de fonds anglo-américains pour « discipliner » les salaires et les salariés et opérer les restructurations. Pourtant, les fonds de pension anglo-américains apparaissent très souvent comme les responsables désignés dans certains discours patronaux (ceux-là même qui plaident en faveur de la création de fonds de pension « à la française »), relayés par la presse. Dans une version plus « raffinée », certains n'hésitent pas à opposer les « méchants » *mutual funds*, court termistes aux « vertueux » fonds de pension, partenaires de long terme des entreprises. Il ne s'agit pas ici de dénier à la mondialisation financière tout impact sur le rapport salarial (et nous nous sommes efforcés d'en déterminer les effets directs et indirects) mais de relativiser cet impact, par rapport à d'autres forces, y compris endogènes, qui ont été et sont toujours à l'œuvre face à un marché du travail durablement déprimé.

Après 20 ans d'un chômage massif et d'un affaiblissement syndical concomitant, les salariés et leurs représentants ont vu leurs revendications salariales sévèrement bridées. Le contexte plus récent de la négociation sur les 35h est venu renforcer le phénomène (négociation d'une réduction du temps de travail contre gel des salaires pour une ou deux années), alors même que la reprise économique et le début de détente sur le marché du travail autoriserait une amélioration salariale comme cela s'est produit dans d'autres pays (aux Etats-Unis notamment dans les dernières années de la décennie 90).

Au total, il paraît difficile d'établir une hiérarchie causale entre ces différentes dynamiques (mutations technologiques, changements dans les modes de concurrence, mondialisation économique et financière), qui prennent leur source de manière relativement autonome mais qui, à un moment donné, finissent par faire système et interagir pour transformer le rapport salarial. Il serait important de comprendre les interrelations entre ces différentes dynamiques plutôt que de les opposer ou d'en

privilégier une par rapport aux autres. Ce n'est pas l'objet du présent rapport mais il nous semblait important de le mentionner, tant la tentation d'isoler des « coupables » est grande et resurgit ici et là, y compris dans des travaux universitaires.

G. BIBLIOGRAPHIE

- Alcouffe Christiane, 1999 : « Judges and CEOs : aspects of French corporate governance », *Note 291 (99-8)*, LIRHE, Université de Toulouse I, April.
- Aerts Anne-Thérèse, 2000 : « L'évolution de la part des salaires dans la valeur ajoutée reflète-t-elle les évolutions individuelles sur la période 1979-1994 ? *Document de travail, Direction des Etudes et Synthèses économiques, Insee*, Paris, septembre.
- Artus Patrick et Cohen Daniel, 1998 : *Partage de la valeur ajoutée*, Rapport pour le Conseil d'Analyse Economique, la documentation française, Paris.
- Artus Patrick et Debonneuil Michèle, 1999 : « Crises, recherche de rendement et comportements financiers : l'interaction des mécanismes microéconomiques et macroéconomiques », dans *Architecture financière internationale*, Conseil d'Analyse Economique, la documentation française, Paris.
- Batsch Laurent, 1999 : *Finance et Stratégie*, Economica, Paris.
- Beffa Jean-Louis, Boyer Robert et Touffut Jean-Philippe, 1999 : « Les relations salariales en France : Etat, entreprises, marchés financiers », *Note de la fondation Saint-Simon*, avril.
- Beaujolin Rachel, 1998 : « Les engrenages de la décision de réduction des effectifs », *Travail et emploi*, n°75.
- Fagnot Olivier, 1999 : « Les plans d'options sur actions (*stock options*) : un complément de rétribution adopté par la moitié des entreprises françaises cotées en bourse », *Premières Synthèses, DARES*, 99.03, n°10.1.
- Fagnot Olivier, 1999 : « De bons résultats pour la participation et l'intéressement versés en 1998 », *Premières Synthèses, DARES*, 99.08, n°34.2.
- Lordon Frédéric, 2000 : *Fonds de pension, piège à cons ?* Liber, Raisons d'agir, Paris.
- Mallet Louis, 1993 : « Réductions d'effectifs et gestion des ressources humaines » dans *Gestion des ressources humaines, Cahiers français*, n°262, juillet-septembre.
- Montagne Sabine, 1999 : « Formation du cours de bourse : les acteurs, leurs logiques, leurs interactions », *La Revue de l'IRES*, n°102, mars.
- Morin François, 1998 : *Le modèle français de détention et de gestion du capital*, ministère de l'économie, des finances et de l'industrie, les Editions de Bercy, Paris.
- Mottis Nicolas et Ponssard Jean-Pierre, 2000 : « Création de valeur et politique de rémunération - Enjeux et pratiques », *Annales des Mines, Gérer et comprendre*, juin.

Pajot Julien, 1999 : « Le rachat d'actions est-il créateur de valeur pour l'entreprise ? », *la Revue du Financier*, n° 122-123.

Paulré Bernard (coordonné par), 2000 : *Les stratégies de recentrage dans les secteurs de haute technologie*, Rapport pour le ministère de l'économie, des finances et de l'industrie, Paris, février.

Poincelot Dominique et Schatt Alain, 1999 : « Le rachat de leurs propres actions par les sociétés cotées en bourse : bilan d'une pratique nouvelle en France », *la Revue du Financier*, n°122-123.

Rao Hayagreeva & Sivakumar Kumar, 1999 : « Institutional sources of boundary-spanning structures : the establishment of Investor Relations departments in the Fortune 500 industrials », *Organization Science*, Vol. 10, n°1, January-February

Robé Jean-Philippe, 1999 : *L'entreprise et le droit*, Que sais-je ? PUF, Paris.

H. ANNEXES

1. Liste des entretiens réalisés

a) Liste des entretiens réalisés aux Etats-Unis

(1) les fonds de pension

TIAA-CREF, P. Brett Hammond & Kenneth Bertsch (Director, corporate governance)

MBTA Retirement Fund, John J. Gallahue Jr. (Executive director)

New York State and Local employees Retirement Fund, Linda E. Scott (Director of Investor Affairs)

Massachusetts Pension Reserves Investment Trust Fund, Sally M. Dungan (Senior Investment officer) & R. Scott Henderson (Executive Director)

Federal Thrift Retirement,

(2) les gestionnaires de fonds

Fidelity Investments, Donald W. Cassidy (Director Investment Proxy Research)

Scudder Kemper Investments, Vincent Houteville (Vice president)

Putnam Investments, Wellington, John S. Cooper (Vice president) & Denise D. Selden (Senior vice president)

Ark Asset Management, Henry R. Breck (Chairman) & Robert W. Norton (Managing Director)

CDC Investment Management, John Lukomnik (Managing Director)

Fleet Investment Group, Garry W. Anderson (Managing Director Retirement Plan Services), Galan G. Daukas (Chief operating officer)

Wellington Management, Peter L. Curry (Vice president), Gene R. Tremblay (Director, Equity Research & trading) & Nicholas P. Greville (Partner).

Prudential, Terry Alaimo (Financial Advisor)

(3) les consultants

Watson Wyatt, Sylvester J. Schieber (Vice president & Director) & David O. Harris (Research Associate)

Kinder, Lydenberg, Domini, Thomas Kuh (Vice president, Director of business development)

Willig, Williams & Davidson, Beborah R. Willig & Stuart W. Davidson (Attorney-at-law)

(4) les syndicats

AFL-CIO, Ron Blackwell (Director Department of corporate affairs), Kathy L. Krieger (Attorney)

SEIU, Steve Abrecht (Research Director) Melissa Moye (Pension Investment program)

Unite, Ted Bernstein (Benefit funds department)

UFCW, David S. Blitzstein (Director, Office of Negotiated Benefits)

Carpenters, Bob Ward

(5) les think tanks

Economic Policy Institute, Eileen Appelbaum (Director)

Center for Economic Organizing, Randy Barber (Director)

The Conference Board, Sigrid U. Esser (Associate Director)

Investor Responsibility Research Center, Robert Newbury (Deputy Director, Corporate Governance Service) & Christian A. Plath (Director, Global Shareholder Service)

Employee Benefit Research Institute, Dallas L. Salisbury (President & CEO)

Council of institutional investors, Sophia Lynn (Deputy Director)

(6) les universitaires

Mark J. Roe, *Columbia Law School, University of Columbia*

Michael Useem, *The Wharton School, University of Philadelphia*

Elaine. Bernard, *Trade Union Program of Harvard University* (Executive Director)

(7) Ambassade de France

Thierry Dissaux et Christophe Beaux (conseiller et attaché financier, représentants du Trésor à New York)

b) Liste des entretiens réalisés en France

(1) Les responsables d'entreprise

Société A

Directeur Projets sociaux groupe

Directeur *Compensation, Benefits* et systèmes d'information RH.

Société B

PDG

Délégué CGT au comité de groupe

Société C

Directeur Ressources humaines groupe

Directeur du service de l'information financière et des Relations avec les actionnaires

Délégué central CGT (filiale)

Société D

Vice president Investor Relations and Equity Financing

Responsable EVA, Direction financière

Société E

Directeur des Ressources humaines Groupe

Société F

Direction de la communication financière, Relations Investisseurs.

Société G

Délégué CGT au comité de groupe national et européen

Délégué CFDT au comité de groupe

Société H

Directeur central

Société I

Directeur financier

Société J

Directeur des ressources humaines (filiale)

(2) Les cabinets de conseil

Arthur Andersen (Associé)

IDEE (Associé)

(3) Les gestionnaires de fonds

Fidelity France (Directeur)

Templeton France (Directeur)

2. Caractéristiques des entreprises enquêtées

Entreprise	Secteur d'activité	Effectif	Chiffre d'affaire consolidé (en milliards de francs)
A	agro-alimentaire	75 900	87,2
B	matériaux (construction et conditionnement)	164 700	105 ,5
C	télécommunications	115 700	150,9
D	matériaux de construction	70 900	69,1
E	services	9 700	4,9
F	services	222 000	206,4
G	services	275 000	397,7
H	banque	13 400	11,5*
I	banque	64 700	106,1*
J	assurance	92 000	443,4

* Il s'agit ici du produit net bancaire

Sources : d'après les rapports d'activité 1999 des entreprises de l'échantillon

VI. GLOSSAIRE

CAC 40 : indice boursier français agréant les performances boursières de 40 sociétés cotées françaises parmi les plus importantes. Faire partie du CAC 40 signifie, pour une entreprise, que son cours de bourse est pris en compte dans le calcul de l'indice.

EVA : economic value added, marque déposée par le cabinet Stern & Steward. L'EVA est le montant annuel constitué par la différence entre le résultat opérationnel et le coût des capitaux employés appliqués à ces mêmes capitaux (calcul sur la base de la valeur de marché de ces capitaux).

FP : fonds de pension (« pension funds ») caisses de retraite d'entreprises ou d'organismes publics, constituant un second pilier pour la retraite aux Etats Unis, en sus du régime de sécurité sociale géré par l'Etat.

Goodwill : écart entre la valeur comptable des capitaux sociaux et de la valeur d'acquisition d'une entreprise A lors de son rachat par une entreprise B.

MF : « mutual funds » équivalent des OPCVM français (organismes de placement collectif de valeurs mobilières).

ROE : « return on equity » traduit par retour sur capitaux propres. Il s'agit du résultat avant distribution rapporté aux capitaux propres en valeur comptable.

ROCE : « return on capital employed » traduit par retour sur capitaux employés. Il s'agit du ratio : résultat opérationnel rapporté aux capitaux employés. Les capitaux employés sont constitués d'une part de la dette et d'autre part des capitaux propres à leur valeur de marché.

SBF 120 : indice boursier français agréant les performances boursières de 120 sociétés cotées françaises. Le terme SBF 120 est aussi utilisé pour désigner la liste des sociétés prise en compte dans cet indice (« faire partie du SBF 120 » signifie être parmi la liste des sociétés constituant l'indice). Les investisseurs à la recherche de liquidité, en particulier les étrangers, s'intéressent essentiellement à cette liste de sociétés.

VII. BIBLIOGRAPHIE GENERALE

- Abowd J. , 1990 : « The effects of human resource management decisions on shareholder value ». *Industrial and labor relations review* –February –volume 43, n°3.
- Aerts A-T. , 2000 : « L'évolution de la part des salaires dans la valeur ajoutée reflète-t-elle les évolutions individuelles sur la période 1979-1994 ? *Document de travail, Direction des Etudes et Synthèses économiques, Insee, Paris, septembre.*
- Alcouffe C. , 1999 : « Judges and CEOs : aspects of French corporate governance », *Note 291 (99-8), LIRHE, Université de Toulouse I, April.*
- d'Arcimoles C.H. , 1995 : « Risque social et allocation optimale des fonds pour la création d'un rating social ». *Analyse financière* – septembre n°104.
- d'Arcimoles C.H., Huault I. , 1996 : « Relations industrielles, productivité et valeur boursière de l'entreprise ; apports et limites des recherches anglosaxonnes » in Fericelli A.M. et Sire B. : *Performance et ressources humaines. Economica.*
- d'Arcimoles C.H. , 1997 : « Information sociale, bilan social et évaluation financière de l'entreprise : une analyse des pratiques et attentes des professionnels ». LIRHE, actes du colloque : *Vingtième anniversaire du bilan social – 5 et 6 juin 1997 – Université des Sciences Sociales – Toulouse I.*
- d'Arcimoles C.H. , 1999 : « Les investisseurs face à la performance sociale de l'entreprise ». *Revue française de gestion* - janvier-février.
- Artus P. et Cohen D. , 1998 : *Partage de la valeur ajoutée*, Rapport pour le Conseil d'Analyse Economique, la documentation française, Paris.
- Artus P. et Debonneuil M. , 1999 : « Crises, recherche de rendement et comportements financiers : l'interaction des mécanismes microéconomiques et macroéconomiques », dans *Architecture financière internationale*, Conseil d'Analyse Economique, la documentation française, Paris.
- Barber R. & Ghilarducci T., 1993 : « Pension funds, capital markets and the economic future », *miméo.*
- Batsch L. , 1999 : *Finance et Stratégie*, Economica, Paris.
- Baudru D, Morin F. , 1999 : « Gestion institutionnelle et crise financière, une gestion spéculative du risque ». *Architecture financière internationale*, Conseil d'Analyse Economique. La Documentation Française, Paris.
- Baudru D. et Kedichi M., 1998 : « Les investisseurs institutionnels étrangers : vers la fin du capitalisme à la française ? », *Revue d'économie financière*, n°48, juillet.

- Beffa J-L. , Boyer R. et Touffut J-P., 1999 : « Les relations salariales en France : Etat, entreprises, marchés financiers », *Note de la fondation Saint-Simon*, avril.
- Beaujolin R. , 1998 : « Les engrenages de la décision de réduction des effectifs », *Travail et emploi*, n°75.
- Boggle J., 1999 : « Creating shareholder value for mutual funds shareholders », *The corporate Board*, January/February.
- Brancato C.K., 1997 : *Institutional investors and corporate governance*, The Conference Board, Irwin, Chicago.
- Chan K.C., Chen H-L. & Lakonishok J., 1999 : « On mutual funds styles », *Working paper 7215*, NBER, Cambridge Mass.
- Ernst & Young : 1997. *Measures that matter*. The Ernst & Young center for business innovation
- Fagnot O. , 1999 : « Les plans d'options sur actions (stock options) : un complément de rétribution adopté par la moitié des entreprises françaises cotées en bourse », *Premières Synthèses, DARES*, 99.03, n°10.1.
- Fagnot O. , 1999 : « De bons résultats pour la participation et l'intéressement versés en 1998 », *Premières Synthèses, DARES*, 99.08, n°34.2.
- Farber H, Hallock K : 1999. « Have employment reductions become good news for shareholders ? the effect of job loss announcements on stock prices, 1970-97 ». *NBER, working paper* n° 7295.
- Fortune P., 1997 : “ Mutual funds, Part 1 : Reshaping the American Financial system ”, *New England Economic Review*, July/August.
- Frison Roche A.M. & Nussembaum M. , 1995 : « Les méthodes d'évaluation financière dans les offres publiques de retrait et les retraits obligatoires d'Avenir-Havas-Média à Sogénal ». *Revue de droit bancaire et de la bourse* - N°48.
- Husson B. , 1996 : « Performance de l'entreprise : rentabilité versus marge ». *Analyse financière* - septembre n° 108.
- ICI, 1998 : *Annual Report*, Washington D.C.
- ICI, 2000 : *Mutual funds fact book 1999*, Washington D.C., May.
- ICI, 2000 : *401k plan participants : Characteristics, contributions and account activity*, Washington D.C., Spring.
- Jacquet D. , 1997 : « Rentabilité et valeur : EVA et MVA ». *Analyse Financière*- septembre.
- Jollant M. : 1996. « Panorama et pertinence des méthodes d'évaluation ». *Analyse Financière* - Septembre n° 108.

- Koch S., Trémolières R. : 1995. « Evaluation économique et stratégique de l'entreprise : évolution et nouvelles tendances ». *Analyse Financière* - Septembre n° 104.
- L'Hélias S., 1997 : *Le retour de l'actionnaire - Pratiques du corporate governance en France, aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne*, Gualino éditeur, Paris.
- Lordon F. , 2000 : « La « création de valeur » comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la « valeur actionnariale » ». *L'Année de la Régulation*, Volume 4. La Découverte, Paris.
- Lordon F. , 2000 : *Fonds de pension, piège à cons ?* Liber, Raisons d'agir, Paris.
- Mallet L. , 1993 : « Réductions d'effectifs et gestion des ressources humaines » dans *Gestion des ressources humaines, Cahiers français*, n°262, juillet-septembre.
- Marchand C., 1994 : « L'industrie des mutual funds aux Etats-Unis », *Banque* n°552, octobre.
- Maréchal A., 1998 : « Les critères d'investissement des grands gestionnaires de fonds internationaux dans les entreprises françaises », *Bulletin COB*, n°322, mars.
- Mathé J.C., Rivet A : 1995. « Valeur et rentabilité de l'entreprise : l'effet des ressources humaines ». *Analyse financière* - Mars n° 102.
- Mc Kinsey : 1995. *Valuation : measuring and managing the value of companies*. John Wiley & Sons, New York.
- Montagne S. : 1999. « Formation du cours de bourse : les acteurs, leurs logiques, leurs interactions ». *La revue de l'IRES* – n°29 hiver 1998-99.
- Morin F. , 1998 : *Le modèle français de détention et de gestion du capital*, ministère de l'économie, des finances et de l'industrie, les Editions de Bercy, Paris.
- Mottis N. et Ponssard J-P. , 2000 : « Création de valeur et politique de rémunération - Enjeux et pratiques », *Annales des Mines, Gérer et comprendre*, juin.
- Orléan A., 1999 : *Le pouvoir de la finance*, éditions Odile Jacob, Paris.
- Pajot J. , 1999 : « Le rachat d'actions est-il créateur de valeur pour l'entreprise ? », *la Revue du Financier*, n° 122-123.
- Paulré Bernard (coordonné par), 2000 : *Les stratégies de recentrage dans les secteurs de haute technologie*, Rapport pour le ministère de l'économie, des finances et de l'industrie, Paris, février.
- Perrier D. , 1998 : « Prendre en compte la valeur économique ». *Banque* - n° 596 octobre.
- Pluchard J-J. , 1996 : « L'évaluation des ressources humaines ». *Problèmes économiques* - n°2 469 – 24 avril 1996.

- Poincelot D. et Schatt A. , 1999 : « Le rachat de leurs propres actions par les sociétés cotées en bourse : bilan d'une pratique nouvelle en France », *la Revue du Financier*, n°122-123.
- Pozen R.C. , 1994 : « Institutional investors : the reluctant activists », *Harvard Business Review*, January-February.
- Rao H. & Sivakumar K. , 1999 : « Institutional sources of boundary-spanning structures : the establishment of Investor Relations departments in the Fortune 500 industrials », *Organization Science*, Vol. 10, n°1, January-February.
- Revue d'Economie Financière, 1994 : *Les relations des sociétés avec les investisseurs institutionnels*. Hiver n°31 – Supplément.
- Robé J-P. , 1999 : *L'entreprise et le droit*, Que sais-je ? PUF, Paris.
- Sentis P. : 1998. « Performances à long terme et caractéristiques financières des entreprises qui réduisent leurs effectifs ». *Finance Contrôle Stratégie* - volume 1, n°4, décembre.
- Sirri E.R. & Tufano P. , 1993 : “ Competition and change in the Mutual Fund industry ”, in *Financial services_– Perspectives and challenges*, ed. by S.L. Hayes, Harvard Business School Press, Boston, Mass.
- The Conference Board, 1999 : « International patterns of institutional investments », volume 2, n°3, April.
- Tierny J. , 1998 : « Décision économique et valeur actionnariale chez Michelin ». *Analyse financière* - Juin n°115.
- Williams K & allii, 1998 : « Employment creation and labour market policies ». International Working Party on Labour Market Segmentation – 20th conference – July 9-14 – Arco, Trento - Italy
- Useem M., 1996 : *Investor capitalism – How money managers are changing the face of corporate America*, BasicBooks, New York.
- Useem M. & Hess D., 1999 : « Governance and Investments of Public Pensions », in *What can public pensions teach us ?*, by Husted E. & Mitchell O.S., University of Pennsylvania Press for the Pension Research Council, forthcoming.