

L LABORATOIRE

O ORLEANAIS

G DE GESTION

LABORATOIRE ORLEANAIS DE GESTION
EA 2635

I.A.E

Faculté de Droit d'Economie et de Gestion
rue de Blois - B.P. 6739
45067 Orléans Cedex 2

Tél. : 02 38 41 70 28

Fax : 02 38 49 48 16

E.Mail : log@univ-orleans.fr

<http://www.univ-orleans.fr/DEG/LOG/>



INSTITUT
D'ADMINISTRATION
DES ENTREPRISES

**Document de
recherche**

N° 2001 - 05

*Relation entre
les firmes et
les actionnaires
institutionnels :
promotion de
l'investissement
relationnel*

Noura BEN M'BAREK

**Relation entre les firmes
et les actionnaires institutionnels :
promotion de l'investissement relationnel**

Noura BEN M'BAREK

Attachée Temporaire d'enseignement et de recherche en
gestion

Relation entre les firmes et les actionnaires institutionnels : promotion de l'investissement relationnel

Résumé

L'investissement relationnel est un nouveau mécanisme de contrôle des dirigeants par les investisseurs institutionnels. La pratique de cette forme de contrôle suppose la détention d'une part importante de capital, sur un horizon long et un engagement réciproque entre les investisseurs institutionnels, les administrateurs et les dirigeants sur la politique de la firme et les prises des décisions. L'investissement relationnel est basé sur la construction d'une relation capital / gestion étroite et durable. Il s'exerce surtout au moyen de la négociation. La pratique de l'investissement relationnel permet de réduire l'asymétrie informationnelle, les coûts de transaction et les coûts d'agence. Du côté de l'entreprise, ce mécanisme de contrôle permet de protéger les dirigeants contre les prises de contrôle hostiles et donc d'avoir une vision de long terme sur l'industrie. Toutefois, les investisseurs relationnels peuvent être opportunistes et cherchent de profiter de leurs relations aux dirigeants pour réaliser des gains privés. Enfin, les investisseurs institutionnels peuvent ne pas avoir de l'expertise suffisante pour gérer l'entreprise.

Mots clés : investisseurs institutionnels, investissement relationnel, contrôle, entreprise, relation

Abstract

Relationship investing is a new mechanism of management control by institutional investors. It supposes the interrelation of three elements: substantial share ownership, a commitment to an extended holding period and a reciprocal engagement with management over the business policy decisions of the firm. It implies the construction of a strong relation between capital and management and it is based on negotiation. Relationship investing implies reduction in the information asymmetry, in the transaction costs and in agency costs.

For the company, relational investors may protect management from hostile take-over and permit them to operate on a long time horizon. Nevertheless, relational investors may seek only for private gains and may not have sufficient expertise to manage industrial affairs.

Key words : institutional investors, relationship investing, control, firm, relation.

Introduction

La structure de propriété de l'entreprise est un élément déterminant de son système de gouvernement et de son efficacité (Jensen et Meckling, 1976; Hill et Snell, 1988). Aujourd'hui, partout dans le monde, les entreprises ont connu une évolution importante de l'actionnariat des investisseurs institutionnels. Ces derniers détiennent environ 50% du capital des entreprises ¹ en France, 60% aux Etats-Unis et 75% en Grande-Bretagne ². Ces chiffres, correspondant à des positions de contrôle absolu sinon majoritaire, impliquent la sortie des investisseurs institutionnels de leur passivité habituelle et leur tendance vers la construction des relations capital / gestion. En fait, un actionnariat important va toujours de pair avec un système de contrôle interne dans lequel les actionnaires exercent une présence plus active auprès des dirigeants et une implication plus forte dans la gestion de l'entreprise (Batsch, 1996). Une forme extrême de l'activisme des investisseurs institutionnels consiste à bâtir des relations de long terme avec les dirigeants et les assister régulièrement dans leurs activités stratégiques et parfois opérationnelles de gestion. Ce mécanisme de contrôle, appelé l'investissement relationnel ³, se base essentiellement sur la mise en œuvre des relations de coopération entre les investisseurs institutionnels, les dirigeants et les administrateurs. Il s'exerce surtout au moyen de la négociation, d'où son caractère avantageux en terme de coût de transactions. L'investissement relationnel suppose la détention d'une part importante de capital, sur un horizon long et un engagement réciproque entre les investisseurs institutionnels et les dirigeants sur la politique de la firme et les prises des décisions. Sachant que les relations de partenariat et de coopération permettent de réduire l'asymétrie informationnelle, de réaliser des économies d'échelle et de profiter des synergies (Aubert, 1996),

¹ Jean Peyrelevede, le gouvernement d'entreprise, 1999.

² Berenheim R. E. Les relations des sociétés avec les investisseurs institutionnels, Revue d'économie financière, hiver 1994.

³ Dans cet article on considère que ce sont les investisseurs institutionnels qui sont plus concernés par l'investissement relationnel que les autres types d'actionnaires. En fait les investisseurs institutionnels, gèrent une masse très importante des fonds et sont donc susceptibles de détenir des parts importantes de capital dans la même firme. De plus, les investisseurs institutionnels ont l'obligation de répondre aux exigences fiduciaires des épargnants, sont donc plus incités à trouver des moyens de contrôle efficaces des firmes de leurs portefeuilles.

la compétitivité des investisseurs institutionnels peut donc dépendre de leur capacité à exploiter leurs relations avec les firmes de leurs portefeuilles.

Le propos de cet article est d'étudier dans quelles mesures l'investissement relationnel peut constituer un moyen de contrôle efficace aussi bien pour les investisseurs institutionnels que pour les entreprises ?

La première section est consacrée à la compréhension de l'approche relationnelle du nouveau comportement de contrôle des investisseurs institutionnels. La deuxième section permet d'analyser et de comparer l'influence du contrôle financier et de l'investissement relationnel sur l'industrie. Enfin, la troisième et dernière section porte sur la présentation et l'analyse de la pratique de l'investissement relationnel dans le monde (le modèle anglo-saxon, le modèle germano-nippon et le modèle français).

1. L'évolution du rôle des investisseurs institutionnels dans le contrôle de l'entreprise : vers une approche relationnelle.

Avant l'apparition du nouveau rôle des investisseurs institutionnels dans le système de gouvernement d'entreprises et de leur forte implication dans la gestion des firmes de leurs portefeuilles, ces derniers étaient considérés comme des partenaires passifs ou neutres *sleeping partners*. Porter (1992) les qualifie de gestionnaires de portefeuille qui, en cas de mécontentement des décisions prises par les dirigeants, vendent leurs détections sur le marché. L'évolution du comportement de contrôle de certains investisseurs institutionnels dépasse cette conception classique. Aujourd'hui et plus encore demain les investisseurs institutionnels, pour rentabiliser l'épargne, interviennent à côté des dirigeants dans la gestion de l'entreprise. Cette stratégie de contrôle appelée aussi l'investissement relationnel vient compléter la compréhension du comportement de contrôle de cette catégorie d'actionnaires. Ce comportement, très difficile à cerner, peut être caractérisé par un continuum de possibilité avec d'un côté un comportement purement financier *exit* et de l'autre extrémité une implication très forte dans la gestion *voice* (Charkham, 1994). En ce qui suit, nous essaierons d'étudier les variables qui justifient cette tendance à développer l'entreprise relationnelle pour ensuite analyser le contenu de l'investissement relationnel.

1. 1. La nécessité d'un contrôle direct de l'entreprise

La tendance des investisseurs institutionnels à s'impliquer de plus en plus dans la gestion de la firme, n'a pu se développer que dans un contexte qui la rendait à la fois possible et nécessaire. Les principaux stimuli de cette évolution relèvent de l'augmentation de la puissance capitaliste des investisseurs institutionnels, de l'environnement concurrentiel dans lequel ils opèrent et des problèmes que pose la séparation des fonctions de propriété et de gestion.

1. 1. 1. L'augmentation du pouvoir capitaliste des investisseurs institutionnels

Les investisseurs institutionnels détiennent aujourd'hui en France environ 50% du capital des entreprises, 60% aux Etats-Unis et 75% en Grande Bretagne. Ces chiffres correspondent à une position de contrôle majoritaire voire absolu. Selon la théorie de "l'enfermement" des institutions, les investisseurs institutionnels seraient prisonniers de leur position étant donnée l'importance de leur participation au capital des firmes. Les coûts élevés de sortie les enferment dans une relation de long terme avec la firme. La seule solution qui s'offre à eux est une utilisation de leur pouvoir de vote et de leur influence pour inciter les dirigeants des firmes à intégrer une perspective de long terme dans leurs décisions (Aoki, 1984).

L'incitation à influencer les modes de gestion de la firme et à établir une relation de contrôle et d'influence augmente exponentiellement avec le nombre de titres détenus (Black, 1991)⁴. Les investisseurs institutionnels détenant des parts importantes de capital sont plus impliqués dans la gestion de la firme et sont plus prêts à supporter des coûts de contrôle pour protéger leur patrimoine (Shleifer et Vishny, 1986). Demsetz (1983), Shleifer et Vishny (1986), ainsi que Agrawal et Mandelker (1990) supposent qu'il existe une corrélation positive entre la concentration du capital et l'efficacité du contrôle.

1.1. 2. La concurrence entre les investisseurs institutionnels

Les investisseurs institutionnels opèrent dans un contexte hautement concurrentiel. Leur existence même est liée à la rentabilité qu'ils génèrent. Selon Stapledon (1996), les investisseurs institutionnels s'intéressent à des

⁴ On suppose ici que chaque action détenue est attachée à un droit de vote.

mesures relatives de leur performance. Ils cherchent à se distinguer par rapports à leurs concurrents pour gagner plus de clients. Or, pour les investisseurs institutionnels cherchant à prendre du risque pour dégager une rentabilité importante, la spéculation sur le marché financier ne semble pas une stratégie attrayante car ne permet pas (selon la théorie d'efficience des marchés) à battre l'indice boursier. De même un comportement passif ou neutre par rapport au contrôle des dirigeants risque de compromettre la rentabilité des investisseurs institutionnels et leur position concurrentielle, donc leur existence. Une politique qui permet de "surperformer" l'indice et de dégager des rendements financiers importants consiste à prendre des participations importantes et à accompagner le développement de la firme pendant une longue durée (Baudru et Kechidi, 1998). Ainsi peuvent s'expliquer les entrées massives de Capital Research dans le capital de Renault et de Fidelity chez Alcatel.

1. 1. 3. La nécessité de la responsabilisation des dirigeants des entreprises

L'organisation du pouvoir dans l'entreprise masque un dysfonctionnement fondamental résultant de la séparation des fonctions de propriété et du contrôle (Berle et Means, 1932). Le partage de pouvoir entre mandants et mandataires est inégal et joue en faveur des dirigeants. Contrairement aux propos de la théorie des droits de propriétés, la concentration du pouvoir est entre les mains des dirigeants au détriment des propriétaires qui ont, en principe, le droit exclusif et légitime du contrôle de la firme. Les dirigeants tendent grâce à l'information privée qu'ils possèdent à renforcer leur puissance et leur stabilité et à élargir leur champs discrétionnaire. Ils peuvent entreprendre des actions néfastes pour la richesse des différents *stakeholders* lorsqu'ils ont le pouvoir suffisant pour imposer leurs décisions (Paquerot, 1996). Leurs comportements peuvent prendre la forme de neutralisation du rôle disciplinaire des structures de gouvernement existantes, sous – investissements ou de surinvestissements dans des domaines particuliers, de prélèvements supplémentaires, de sélection de collaborateurs, de successeurs ou de partenaires (Jensen et Meckling, 1976). Selon Shleifer et Vishny (1986) et Paquerot (1996), les dirigeants cherchent à s'enraciner et à se soustraire du jeu des différents mécanismes mis en œuvre par les autres parties prenantes de la firme et destinés à contrôler leurs activités.

Contrairement aux protagonistes de la théorie de la latitude managériale selon laquelle il est nécessaire de laisser aux décideurs une certaine marge de liberté pour prendre des décisions efficaces (Charreaux, 1997), un champs discrétionnaire trop important permet, selon la théorie de l'agence, aux dirigeants de se laisser se conduire dans des situations d'abus de pouvoir très flagrantes. Les scandales qui ont marqué le monde des affaires ces dernières années aussi bien en France, notamment le cas du Crédit Lyonnais, qu'à l'étranger, dont l'exemple le plus connu est l'affaire Maxwell, y sont des résultats naturels.

Dans le modèle de l'agence, les investisseurs institutionnels et les dirigeants ont une relation conflictuelle. Alors que les premiers essaient de mettre en œuvre un système d'incitation et de contrôle pour faire aligner leurs intérêts avec ceux des dirigeants, ces derniers à leur tour tentent de s'échapper au contrôle exercé par les propriétaires par l'adoption de mesures statutaires qui les mettent à l'abri de l'offensive des actionnaires. L'asymétrie d'information entre les deux parties joue naturellement en faveur des dirigeants. Le modèle de l'agence implique alors des coûts importants qui peuvent influencer négativement la valeur de la firme.

Dans le modèle de l'investissement relationnel, les investisseurs institutionnels entrent en relation de long terme avec les dirigeants. Les décisions émanent souvent des deux parties en se basant essentiellement sur la négociation. Il y a par conséquent, peu de raisons pour que les deux parties se trouvent en conflits. Cela permet de ce fait des économies des coûts d'agence.

1. 2. Le contenu de l'investissement relationnel

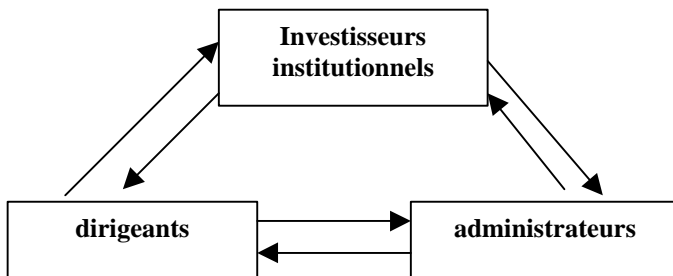
L'investissement relationnel est un mécanisme interne de contrôle de l'entreprise basé sur le jeu de la coopération entre les investisseurs institutionnels, les dirigeants et les administrateurs. Certains auteurs tel que Fisch (1994) le qualifie d'une assistance permanente des dirigeants dans la réalisation de l'activité opérationnelle et stratégique de la firme et dans les prises des décisions. La pratique de cette forme de contrôle suppose la détention d'une part importante de capital correspondant à un pouvoir de contrôle important. Les investisseurs relationnels visent généralement un horizon d'investissement long et la relation avec l'entreprise est donc étroite et stable. Enfin l'investissement relationnel suppose un engagement réciproque entre les investisseurs institutionnels, les administrateurs et les

dirigeants sur la politique de la firme et les prises des décisions (Gordon, 1994).

La pratique de l'investissement relationnel permet un accès facile et privilégié à l'information privée et spécifique de la firme. Cette position permet aux investisseurs institutionnels, spécialistes en la collecte et le traitement de l'information, de participer d'une façon efficace dans le contrôle de l'entreprise et la discipline des dirigeants. La pratique de l'investissement relationnel permet de résoudre à moindre coût les problèmes informationnels et un meilleur partage du risque grâce à des relations de longue durée avec les entreprises.

Le modèle de l'investissement relationnel peut être décrit par le schéma suivant. Les flèches désignent des relations d'échange d'information basées sur la négociation.

Modèle de l'investissement relationnel



1. 2. 1. Justification théorique de l'investissement relationnel :

la théorie des coûts de transactions et la théorie de la coopération

stewardship theory

Selon la théorie des coûts de transaction, toute transaction peut être réalisée directement sur le marché ou internalisée au sein de l'entreprise. Le choix entre le recours au marché et l'internalisation est guidée par des économies de coûts *ex ante* et *ex post*. Le recours au marché entraîne des

coûts comme la recherche d'un partenaire, la rédaction d'un contrat...qui peuvent dans certains cas être réduits si la transaction est internalisée c'est à dire effectuée au sein de l'entreprise. Les contrats sous-jacents à la relation étant alors différents (Williamson, 1987).

Si on considère le contrôle de la firme comme la transaction à réaliser, dans ce cas elle peut être réalisée soit par le recours au marché externe (nomination d'un expert externe, prise de contrôle, sortie de capital...) soit internalisée (l'investissement relationnel). Les coûts liés au recours au marché externe semblent dépasser les coûts liés à l'investissement relationnel qui est basé essentiellement sur la négociation *jaw boning* (Shleifer et Vishny, 1986). L'investissement relationnel peut constituer donc un mécanisme privilégié, car moins coûteux, de contrôle pour les investisseurs institutionnels.

Pour la théorie de la coopération *stewardship theory*, les actionnaires et les dirigeants trouvent un avantage mutuel dans la coopération. La principale critique adressée à la théorie de l'agence est qu'elle considère la relation entre les cocontractants comme étant antagoniste. Cependant, cette relation peut être coopérative. Le contrôle dans ce cas est basé sur la négociation et le consensus. Selon la *stewardship theory*, les relations de coopération peuvent permettre un contrôle efficace et non offensif des dirigeants (Donaldson, 1990a). Dans le modèle de l'investissement relationnel, la relation traditionnelle d'agence entre mandants et mandataires se transforme en une relation de partenariat et de coopération. Le caractère flexible et amical du contrôle remplace ainsi son caractère offensif.

1. 2. 2. Caractéristiques de l'investissement relationnel

Selon Gordon (1994), l'investissement relationnel dépend de l'interrelation de trois éléments :

- 1 – la détention d'une importante part de capital
- 2 – l'investissement sur un horizon long
- 3 – un engagement réciproque entre les investisseurs institutionnels et les dirigeants sur la politique de la firme et les prises des décisions.

Une part importante de capital permet à son détenteur un pouvoir important dans les votes. Cela permet d'augmenter la réceptivité des dirigeants à l'idée de l'engagement parce que la concentration du capital

implique que l'investisseur institutionnel croit en la valeur de l'engagement et que l'engagement est à long terme.

Dans le cas de la concentration du capital, les décisions prises par les dirigeants, si elles ne sont pas efficaces risquent de compromettre la rentabilité des actionnaires, en particulier les actionnaires principaux ou majoritaires. Les investisseurs institutionnels détenant des participations importantes de capital doivent prendre part dans l'élaboration des décisions stratégiques des firmes en question pour bien assumer leur responsabilité fiduciaire à l'égard des épargnants.

Le tableau 1 retrace les caractéristiques de l'investissement relationnel en le comparant au contrôle financier pur.

Tableau 1 : comparaison entre le contrôle financier et l'investissement relationnel

	Contrôle financier	Investissement relationnel
Comment sont exprimés les droits de propriété ?	Droit de sortie (liquidation)	participation
Quand sont-ils exprimés ?	Après le fait	prévention
Relations entre propriétaires et dirigeants	aucune	partenariat
Nature du conseil d'administration	Choisie par le directeur général	Choisie avec suggestion des actionnaires

Source : tableau adopté partiellement de l'article de Pound (1993) cité par Berenheim (1994).

1. 2. 3. L'influence sur le gouvernement d'entreprise

Selon Kleiman et al (1994), les investisseurs relationnels sont "patients", stables mais pas passifs. Dans le modèle de l'investissement relationnel, les investisseurs institutionnels participent dans la gestion de la firme au moyen de la négociation. L'investissement relationnel peut, en revanche, prendre la forme des résolutions imposées de gouvernement d'entreprise et ce lorsque la firme réalise de mauvais résultats (Gordon, 1994). L'investissement relationnel aspire en tout cas à un partenariat à long

terme entre les investisseurs et l'entreprise et dans certains cas à une intervention active pour améliorer la performance financière.

Dans le cas de la concentration de la structure de propriété, l'actionnaire dominant va prendre en charge le contrôle des dirigeants. Selon Charreaux et Pitol-Belin (1990) le rôle du conseil d'administration est contingent à la structure de propriété. Dans les sociétés contrôlées, le rôle de du conseil d'administration est réduit, l'actionnaire principal, domine le conseil. Il y a moins d'administrateurs externes. Dans le modèle de l'investissement relationnel, l'essentiel de la fonction disciplinaire est assuré par l'actionnaire dominant, qui nomme les dirigeants et les administrateurs. Par rapport au conseil d'administration des sociétés managériales, il y a, dans les sociétés contrôlées, moins d'administrateurs externes, les administrateurs représentent les actionnaires dominants.

Les administrateurs institutionnels sont supposés exercer un contrôle plus important en raison des informations et des outils de contrôle dont ils disposent. Ils ont un meilleur accès à l'information et une plus grande expertise dans l'analyse des performances. Leur présence à l'intérieur du conseil d'administration permet une plus grande efficacité du contrôle.

Enfin, la vocation de long terme des investisseurs institutionnels les conduit à s'intéresser de près à tous les paramètres pouvant influencer sur les performances globales des entreprises. A ce titre, des éléments non strictement financiers participent dans la santé économique des entreprises et peuvent en effet influencer sur leurs performances et la valeur de leurs portefeuilles. Ces éléments se focalisent par exemple autour de la politique sociale ou environnementale de l'entreprise et plus largement ces relations avec la collectivité⁵. Les investisseurs relationnels jouent dans ce cas le rôle de l'Etat en privilégiant l'intérêt national en terme d'emploi et de la protection de l'environnement. Les investisseurs institutionnels agissent selon une logique financière et une logique sociale. Ces deux principes ont des conséquences directes sur la valeur des actions, *shareholder value*. Aux Etats-Unis, certains actionnaires institutionnels tels que *TIAA-CREF*, *New York City Retirement Fund* ou *New York City State Teachers* souhaitent

⁵ Par exemple lors du naufrage de l'Exxon Valdez en Alaska en 1989, TIAA CREF, a exigé que soit nommé sous 24 heures un directeur de l'environnement au conseil d'administration. Exxon s'est exécuté immédiatement. Aussi, CalPers a contesté la vague de licenciement massif opérée AT&T et IBM, en soulignant que, sur le long terme, la politique de réduction d'actifs (*down sizing*) va nuire à l'économie nationale.

promouvoir dans les entreprises, dans la limite impérative d'un seuil de rentabilité minimum, le *management of values*, l'incorporation du respect de certaines valeurs dans la gestion, et accorder une attention particulière au couple performance financière et performance sociale.

1. 2. 4. Le rôle protecteur des investisseurs relationnels

L'investissement relationnel est apparu aux États-Unis pendant les années 80. L'objectif est de protéger les firmes des prises de contrôle hostiles. Les cibles vendent généralement un bloc important d'actions à un seul actionnaire qui a en principe une vision de long terme. Aux États – Unis, cet actionnaire s'appelle *white squire*, il s'engage en général de ne pas vendre ses détentions ou bien il doit accepter que la firme a le droit de lui refuser une éventuelle sortie. La firme est donc protégée contre les prises de contrôle hostiles et l'investisseur *white squire* a le droit de participer dans la gestion de la firme. Ces liens entre l'investisseur et les dirigeants sont devenus formels et sont appelés « l'investissement relationnel ». L'investissement relationnel constitue, pour les dirigeants un moyen de défense contre les prises de contrôle hostiles.

2. Contrôle financier ou investissement relationnel ?

On vient de présenter les principaux travaux récents qui ont porté sur l'investissement relationnel. Ces travaux, principalement centrés sur l'implication de plus en plus forte des investisseurs institutionnels dans la gestion de la firme, montrent de même leur intérêt pour l'ensemble des *stakeholders*. Ils soulèvent, cependant, une question embarrassante. Si, en fait, la pratique de l'investissement relationnel résout à moindre coût les problèmes de gouvernement d'entreprise et offre ainsi une meilleure sécurité, rentabilité et solvabilités aux épargnants, alors pourquoi certains investisseurs institutionnels continuent à opérer uniquement sur le marché financier ? Ce paradoxe rejoint le débat ouvert dans la littérature financière récente, qui prône la thèse du risque d'un contrôle financier excessif sur l'horizon de l'industrie et la nécessité que se noue entre la finance et l'industrie des relations durables et stables.

2. 1. Le contrôle financier : risque de court termisme sur l'industrie

Certains investisseurs institutionnels aspirent leur politique d'investissement de la théorie de portefeuille ou de la théorie des marchés parfaits des capitaux. Ces théories financières offrent aux investisseurs des arguments pour diversifier au maximum (Markowitz, 1952 ; Sharpe, 1970). Les dirigeants des fonds institutionnels auraient une orientation de court terme caractérisée par la poursuite de rentabilité de court terme. Ils prennent leurs décisions en réponse aux pressions en termes de performance et notamment en fonction de leur système de rémunération qui repose sur les résultats trimestriels ou annuels. Les décisions des investisseurs institutionnels se répercutent sur leur politique d'achat et de vente des titres. En réponse à une baisse du cours des actions qu'ils détiennent, ils vendent ces dernières pour racheter des titres plus attractifs. Cette règle de gestion, la "Wall Street", implique une plus grande volatilité du cours des actions, l'inefficience des marchés, la baisse de la liquidité et augmente la probabilité de menace des OPA (Stiglitz, 1990).

La myopie des investisseurs institutionnels peut avoir comme conséquence la myopie des dirigeants (Kochhar et David, 1996). Lorsqu'un investisseur institutionnel détient une part importante du capital d'une firme peu performante, la liquidation de ses détentions fait baisser les cours boursiers et rend la firme l'objet d'opérations de prise de contrôle. Dans ce cas, le contrôle passe facilement de l'équipe dirigeante en place à l'acquéreur. Par conséquent, les dirigeants des firmes qui veulent minimiser les menaces de prises de contrôle ont intérêt à maintenir des cours boursiers compétitifs. De ce fait, ils ne vont pas investir dans les activités qui ne seront rentables qu'à long terme telles que les activités de recherche et de développement. Pour neutraliser ces effets, les dirigeants des firmes réduisent les investissements de long terme pour gonfler les profits de court terme.

Toutefois, dans un cadre d'efficience des marchés financiers et donc si les cours reflètent toutes les informations disponibles et futures, le court termisme de certains institutionnels ne se justifie pas car les cours boursiers présents actualisent l'information présente et reflètent les opportunités futures d'investissement (Hansen et Hill, 1991).

2. 2. L'importance de l'investissement relationnel pour la firme

Les investisseurs relationnels protègent les dirigeants contre les opérations de prise de contrôle hostiles. Dans ce cas, les dirigeants ayant

leur position assurée, peuvent se concentrer sur des projets de long terme créateurs de valeur pour l'ensemble des *stakeholders*. Un horizon d'investissement long est nécessaire pour développer de nouveaux projets. De même, la pratique de l'investissement relationnel crée une sorte de confiance mutuelle entre les investisseurs institutionnels, les dirigeants et les administrateurs. Cette confiance contient un pouvoir incitatif permettant une meilleure gestion de l'entreprise.

La pratique de l'investissement relationnel permet de réduire l'asymétrie informationnelle entre les investisseurs institutionnels et les dirigeants. Cela évite à ces derniers des activités coûteuses de dédouanement sans intérêt évident pour l'entreprise.

Dans le modèle de l'investissement relationnel, les dirigeants ont affaire, dans la plupart des cas, à un seul investisseur (qui est souvent l'actionnaire majoritaire) et non pas à une pluralité d'actionnaires qui ont souvent des intérêts divergents difficiles à concilier.

3. 3. Les problèmes que pose l'investissement relationnel

L'investissement relationnel peut être contestable. En fait les investisseurs institutionnels peuvent ne pas avoir de l'expertise et de l'expérience suffisantes pour diriger des affaires industrielles et commerciales. Ils peuvent ne pas avoir suffisamment du temps ou du talent pour créer de la valeur dans la firme.

De même, certaines études ont montré qu'il est plus rentable pour un investisseur institutionnel de diversifier son portefeuille. Cela lui permet d'être moins vulnérable aux défaillances managériales en matière de la direction des firmes que lorsqu'ils détiennent d'importantes parts de capital dans quelques firmes et qu'ils participent dans leur système de gestion. L'investissement relationnel peut ne pas marcher s'il n'est pas mis en œuvre correctement. Il peut selon Gordon (1994) engendrer du *backlash* organisationnel, de la confusion, des conflits entre les actionnaires et l'inefficacité organisationnelle.

La pratique de l'investissement relationnel suppose la détention d'une part importante de capital. Les institutions financières dont la loi interdit la concentration de capital dans une même entreprise, peuvent entreprendre une action collective d'investissement. Toutefois l'action collective implique

des problèmes de coordination et d'agence qui peuvent empêcher le groupe d'atteindre son but.

Enfin, les investisseurs institutionnels pratiquant l'investissement relationnel, créent des relations avec les dirigeants pour bénéficier des gains privés au détriment des autres actionnaires. Par exemple, les investisseurs relationnels peuvent acheter auprès des dirigeants des actions de classe privilégiée qui leurs permettent de réaliser des gains supérieurs à ce que les autres actionnaires peuvent réaliser.

3. La pratique de l'investissement relationnel dans le monde : un essai de comparaison internationale

Le rôle joué par les investisseurs institutionnels, dans le financement et le contrôle de l'économie, reste un facteur gouvernant l'activité économique générale. Cependant, l'organisation du fonctionnement des investisseurs institutionnels et de leurs pratiques de contrôle est différente d'un pays à l'autre. Les études portant sur les pays industriels montrent qu'il y a deux modèles opposés : le modèle anglo-saxons et le modèle germano-nippon. Dans le modèle anglo-saxon, les investisseurs institutionnels interviennent par l'achat et la vente des titres ainsi que par la nomination des dirigeants. La relation aux firmes est quasi-inexistante et la dispersion de l'actionnariat ne permet pas d'identifier de grands actionnaires susceptibles de suivre la gestion et de devenir les interlocuteurs des dirigeants. En revanche, dans le modèle germano-nippon, le contrôle d'accompagnement ou l'investissement relationnel émane d'actionnaires de référence partenaires de la direction et s'épanouit d'autant mieux dans un univers de participations croisées où tout dirigeant est l'actionnaire de référence de l'autre (Batsch, 1996). Le modèle français est un modèle intermédiaire. L'activation du marché financier, ces dernières années, l'apparente du modèle anglo-saxon ; en revanche, la concentration et la stabilité de l'actionnariat des investisseurs institutionnels l'approche du modèle germano-nippon.

3. 1. Le modèle anglo-saxon

Vu le degré de développement des marchés anglo-saxons et l'importance du niveau de liquidité qu'ils offrent, les investisseurs

institutionnels ont peu de raisons d'établir un partenariat avec les firmes de leurs portefeuilles. Le développement de ces marchés est tel qu'ils offrent des opportunités considérables de diversification, de liquidité et de gain. Par ailleurs, la compétition féroce que se livrent les investisseurs institutionnels, particulièrement les OPCVM et les sociétés d'investissement, et les restrictions imposées à leur mode de fonctionnement rendent difficile l'établissement de relations étroites et durables avec les firmes. Le rôle de contrôle des investisseurs institutionnels demeure, par rapport à d'autres pays développés, accablé de règles rigides qui freinent leur développement et s'opposent à une participation effective dans la vie des entreprises. En effet, en 1974, la loi ERISA (Employee Retirement Income Security Act) édictait des recommandations de large diversification des investissements des fonds. De même la SEC (Security Exchange Commission) a imposé aux investisseurs institutionnels la règle dite la *Wall Street Walk*. Selon cette règle les investisseurs institutionnels, en cas de mécontentement, doivent vendre leurs détentions et ne pas s'immiscer dans la gestion des firmes de leurs portefeuilles.

Aux Etats-Unis et en Grande Bretagne, c'est la diversification du risque qui prime, tant pour les actionnaires individuels que pour les investisseurs institutionnels. Demsetz et Lehn (1985), sur un échantillon de 511 firmes non financières, trouvent que le pourcentage d'actions détenues par les cinq premières institutions financières est de 18,4% contre 9,1% pour les cinq premiers actionnaires individuels. La structure de propriété est par conséquent, moins concentré, et donc moins stable, dans les firmes appartenant à ce type de système (Berglöf, 1990). Un actionnariat diffus empêche, selon les arguments de Berle et Means (1932), le suivi du contrôle des règles de gestion. Il s'en suit que l'investissement relationnel, en tant que mécanisme de contrôle, est absent dans le modèle anglo-saxon.

Les réformes actuelles représentent les manifestations d'un grand bouleversement dans la relation entre les investisseurs institutionnels et les entreprises. En effet, l'allègement de la réglementation des actions de concert et du contrôle collectif a permis aux investisseurs institutionnels la possibilité de cumuler leurs pouvoirs individuels pour influencer la gestion des entreprises de leurs portefeuilles. De même, l'investissement relationnel, vu son coût faible a commencé à attirer certains investisseurs institutionnels. Le modèle anglo-saxon commence à tendre vers la pratique de l'investissement relationnel.

3. 2. Le modèle germano-nippon

Contrairement au modèle américain, le modèle germano-nippon se caractérise par des relations étroites entre les investisseurs institutionnels et les firmes. Au Japon et en Allemagne, les principaux investisseurs institutionnels sont les banques. Au Japon, la banque principale *mainbank* est en même temps le principal créancier et l'actionnaire majoritaire de la firme partenaire. Elle a par conséquent une grande responsabilité dans le bon déroulement des affaires et par suite, le pouvoir d'effectuer un contrôle ferme et permanent sur les dirigeants. Les dirigeants des firmes japonaises n'ont pas par conséquent à se préoccuper autant de la réaction du marché au jour le jour et peuvent se concentrer sur le long terme. Aoki (1990) argumente qu'en raison de l'importante proportion de capital détenue par les banques, les firmes nippones sont financièrement stables et que les dirigeants sont à l'abri des OPA.

Dans le modèle germano-nippon, la séparation de la propriété du contrôle n'est pas de la même ampleur que celle observée aux États-Unis. Les contrats sont moins standardisés au sens où on peut prévoir, dans certaines circonstances, une intervention plus active des actionnaires dans les décisions stratégiques de la firme. En cas de crise, c'est la banque principale qui s'occupe de la réorganisation de la firme. Elle peut aussi recommander la liquidation de certains actifs et orienter la stratégie dans d'autres directions.

L'influence des banques allemandes dépasse nettement celle liée à la détention directe des blocs d'actions. Les banques peuvent ainsi exercer leur droit de vote directement, au prorata de leur part dans les capitaux des sociétés et indirectement, par procuration. Les actionnaires, en raison de coûts de transaction élevés, peuvent déléguer leurs droits de vote aux banques. Ce dispositif autorise ces dernières à peser au-delà de leur poids individuel dans le capital et assure une forte stabilité des blocs de contrôle.

La stabilité de la participation des institutions financières, dans le modèle germano-nippon, est un facteur de pérennité de la structure de capital. S'ajoute à cela le caractère non coûteux de la diversification de leur portefeuille. Cette diversification interne permet d'obtenir de façon moins coûteuse davantage d'information de bonne qualité sur les entreprises. Selon Aoki (1990) et Stieglitz (1985), le modèle germano-nippon est celui qui

répond le plus aux exigences d'un environnement entaché d'information asymétrique et de risque moral.

3. 3. Le modèle français

Le modèle français représente un cas intermédiaire entre le modèle anglo-saxon et le modèle germano-nippon. Le développement du marché financier et les possibilités de prises de participations et de contrôle le rapprochent du modèle américain en matière de contrôle financier; en revanche, la structure actionnariale des firmes, marquée par la présence des institutions financières formant le plus souvent des cœurs financiers ou des noyaux durs, l'apparente au modèle germano-nippon, favorisant ainsi la pratique de l'investissement relationnel. Selon Mabilie (1989), les investisseurs institutionnels français assurent le contrôle des firmes de leurs portefeuilles par les sociétés de portefeuille et les participations croisées et stables.

L'Etat détient une place prépondérante en France : il contrôlait en 1996 32,7% des entreprises françaises et il est actionnaires majoritaires de plusieurs grandes entreprises. Par ailleurs, selon une étude réalisée par Romieu et Sassenou (1996), l'Etat s'avère un partenaire passif et neutre par rapport à la gestion de l'entreprise. Contrairement à cet argument, la Caisse de Dépôts et Consignation est parmi les premiers investisseurs institutionnels français et organisme public à opter pour la pratique de l'investissement relationnel. La Caisse de Dépôts et Consignation a accentué son rôle de partenaire à l'industrie et de protection des entreprises contre l'activisme hostile.

Conclusion

L'investissement relationnel permet un contrôle sûr et permanent qui, en réduisant les possibilités qu'ont les dirigeants opportunistes de profiter des failles des accords, favorise la création de valeur pour l'ensemble des *stakeholders*. Les relations de long terme, que certains investisseurs institutionnels nouent avec les firmes de leurs portefeuilles, peuvent servir de cadre à plusieurs transactions et permettent surtout de minimiser les coûts de recherche de l'information, composante principale des coûts de transaction et des coûts d'agence. Du côté de l'entreprise, ce

mécanisme de contrôle permet de protéger les dirigeants contre les prises de contrôle hostiles et donc d'avoir une vision de long terme sur l'industrie.

Cette présentation fait de l'investissement relationnel une solution optimale pour la résolution des problèmes liés au gouvernement d'entreprise. Cependant, cette idée est contestable pour au moins les raisons suivantes : les actionnaires qui pratiquent l'investissement relationnel peuvent être eux-mêmes opportunistes et cherchent de profiter de leurs relations aux dirigeants pour réaliser des gains privés. Enfin, les investisseurs institutionnels peuvent ne pas avoir de l'expertise suffisante pour gérer l'entreprise.

Enfin, notre essai de comparaison internationale montre comment les relations entre les firmes et les investisseurs institutionnels sont largement influencées par le système financier national. L'exercice du contrôle financier ou la pratique de l'investissement relationnel dépend de ce fait de la nationalité de l'investisseur institutionnel.

Bibliographie

Agrawal, A. et G. Mandelker (1990), « Large shareholders and the monitoring of management, the case of anti -takeover charter amendments », *Journal of financial and Quantitative analysis*, 25(2), 143-167.

Aoki, M. (1984), *The co-operative game theory of the firm*, Oxford University Press.

Aoki, M. (1990), « Towards an economic model of the japanese firm », *Journal of Economic Litterature*, 28, 1-27.

Batsch, L.(1996), « Finance et contrôle : à propos de la *corporate governance* », *Cahiers de recherche n°9606*, Paris-Dauphine, 1-31.

Berenheim, R. E. (1994), « Les relations des sociétés avec les investisseurs institutionnels », *Revue d'économie financière*, supplément, numéro d'hiver, 3-69

Berle, A. A. et G. C. Means (1932), *The modern corporation and private property*, 2^e éd. 1956, MacMillan.

Black, B (1991), « Agents watching agents : the promise of institutional investor voice », *UCLA law review*, 39, 811-893.

Baudru, D. et M. Kechidi (1998), « Les investisseurs institutionnels étrangers : vers la fin du capitalisme à la française », *Revue d'économie financière*, n° d'hiver, 93-105

Charkham, J. P. (1994), *Keeping good company*, Clarendon Press.

Charreaux, G. (1997), *Le gouvernement d'entreprise : corporate governance théories et faits*, economica éd.

Charreaux, G. et J.P. Pitol Belin (1990), *Le conseil d'administration*, Vuibert Gestion.

Demargny, F. (1994), « Les investisseurs institutionnels : des actionnaires neutres ? », *Revue d'économie financière*, n° d'hiver, 109-118

Demsetz, H. (1983), « The structure of ownership and the theory of the firm. », *The journal of law and economics*, June, 26, 375-393.

Demsetz, H. et K. Lehn (1985), « the structure of corporate ownership : causes and consequences », *Journal of political economy*, 93(6), 1115-1177.

Donaldson, L. et J. H. Davis (1991), « Stewardship theory or agency theory : CEO governance and shareholder returns », *Australian journal of management*, 16(1), 49-64.

Fisch, J.E.(1994), « Relationship investing : will it happen ? will it work ? », *Ohio state law journal*, 55(5), 1009-1048.

Gordon, J. N. (1994), « Institutions as relational investors : a new look at cumulative voting », *Columbia Law Review*, 94, 124.

Graves, (1990), « Institutional ownership : affect on corporate strategy », *Academy of management executive*, 4(1), p 75-83.

Hansen, G.S et E.W Hill (1991), « Are institutional investors myopic? A time series study of four-technology-driven industries », *Strategic management journal*, 12, 1-16

Jensen, M. C. et W. H. Meckling (1976), « Theory of the firm, managerial behaviour, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, 3, 469-506.

Kleiman, R. T, Nathan, K et J. M. Shulman (1994), « Are there payoffs for « patient » corporate investors ? », *Mergers & acquisitions*, mars/avril, 34-41.

Kochhar, R. et P. David (1996), « Institutional investors and firm innovation : a test of competing hypothesis », *Strategic management journal*, 17, 73-83.

Lowengard, M. (1993), « Relationship angst », *Institutional Investor*; 27(7), New York, 229

Mabille, P. (1989), « Le marché français des fusions acquisitions et la spécificité des intermédiaires français », *Problèmes économiques*, n°2129, 12-15.

Monks, R.A.G(1993), « Relationship investing », working paper, Columbia university, mai, 1-20.

Paquerot, M. (1996), *Stratégies d'enracinement des dirigeants et prises de contrôle d'entreprises*, Thèse de doctorat, Université de Bourgogne.

Porter, M. E. (1992), « Capital disadvantage : America's failing capital investment system, » *Harvard Business Review*, september-october, 65-82.

Pound, J et .R Shiller (1987), « Are institutional investors speculators ? », *Journal of portfolio management*, 13(3), 46-52

Roe, M. (1990), « Political and legal restraints on ownership and control of public companies », *Journal of financial economics*, 27, 7-41.

Romieu, N. et N. Sassenou (1996), « Quels liens établir entre la structure d'actionnariat de la firme et ses performances économiques et financières », Caisse de dépôts et consignations, n°96-01.

Shleifer, A et R.W. Vishny (1986), « Large shareholders and corporate control », *Journal of political economy*, 94(3), 461-483

Stapledon, G. P. (1996), « Disincentives to activism by institutional investors in listed australian companies », *Sydney law review*, 18, 152-192.

Stiglitz, J. E. (1985), « Credit market and the control of capital », *Journal of money, Credit and Banking*, 17(2), 133-152.

Williamson, O. E. (1987), *The economic institution of capitalism*, the Free Press.