

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 - 06

*Les facteurs
explicatifs de
la passivité ou
de la neutralité
des investisseurs
institutionnels
vis-à-vis du contrôle
des firmes de
leurs portefeuilles*

Noura BEN M'BAREK

**LES FACTEURS EXPLICATIFS DE
LA PASSIVITE OU DE LA NEUTRALITE
DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS
VIS-A-VIS DU CONTROLE DES FIRMES
DE LEURS PORTEFEUILLES**

Noura BEN M'BAREK

Attachée Temporaire d'Enseignement et de Recherche en gestion

Résumé

L'objet de cet article est de déterminer les principaux facteurs qui empêchent les investisseurs institutionnels d'exercer leur rôle d'actionnaire dans les firmes de leurs portefeuilles. L'étude montre que la passivité ou la neutralité des actionnaires institutionnels vis à vis du système du contrôle de la firme peut être expliquée par quatre facteurs principaux : les contraintes légales et réglementaires, les problèmes de l'action collective de contrôle, les problèmes d'agence et de groupes d'intérêt et l'insuffisance du système d'évaluation et d'incitation des dirigeants des institutions financières.

Introduction

Les investisseurs institutionnels sont devenus, ces dernières années, les principaux propriétaires des firmes partout dans le monde. Ils détiennent environ 54%¹ des entreprises en France, 60% aux Etats-Unis et 75% en Grande Bretagne². Ces organismes financiers qui gèrent l'argent d'autrui et sont tenu de la rentabiliser. Ils sont, de ce fait, prudents dans leurs investissements. Ils détiennent chacun une part infime de capital dans la même firme ce qui ne leur permet pas suffisamment de pouvoir pour peser en terme de contrôle. Cette contradiction peut expliquer à priori Certains voient, dans la montée en puissance des investisseurs institutionnels, un espoir pour une meilleure surveillance des dirigeants et pour une évolution favorable du système de contrôle de la firme. Malgré l'augmentation de l'actionnariat global de ces acteurs, et contrairement aux conclusions des théories de la firme selon lesquelles un actionnariat important va toujours de pair avec une plus grande implication dans le contrôle interne des dirigeants, la majorité des études qui ont été faites, aussi bien sur le contexte français notamment l'étude de Romieu et Sassenou (1996) que sur le contexte anglo-saxon telle que Stapledon(1996) ou Rubach (1997)³, ont montré que dans la plupart des cas, les investisseurs institutionnels sont passifs ou neutres vis à vis du contrôle des firmes de leurs portefeuilles. En fait, les institutionnels gèrent l'argent d'autrui et sont tenu de le rentabiliser. Pour cela, ils doivent être très prudents dans l'investissement des fonds qu'ils gèrent. Généralement ils diversifient davantage leurs portefeuilles et placent des parts infimes de capital dans la même firme. En conséquence, pris individuellement, ils ne peuvent pas peser en terme de contrôle dans les firmes de leurs portefeuilles car la détention de chacun dans la même firme ne lui confère pas suffisamment de pouvoir.

Cette apparente contradiction entre l'importance globale des investisseurs institutionnels et la part que chacun peut détenir dans la même

¹ Parrat. F.(1999), Le gouvernement d'entreprise, ce qui a déjà changé, ce qui va encore évoluer, éd. Maxima.

² Peyrelevade J. (1999), Le gouvernement d'entreprise ou les fondements incertains d'un nouveau pouvoir, éd. Economica.

³ Plusieurs études ont montré que les investisseurs institutionnels sont plutôt des actionnaires passifs. Romieu et Sassenou (1996) ont montré que les investisseurs institutionnels n'ont aucune influence sur la performance de la firme. Stapledon a montré que, dans la plupart des cas, les investisseurs institutionnels australiens et britanniques préfèrent la sortie de capital que l'introduction des changements dans les firmes de leurs portefeuilles. Dans l'étude de Rubach (1997), 87.3% des investisseurs institutionnels interrogés sont passifs ou neutres vis à vis du contrôle des firmes de leurs portefeuilles.

firme constitue, à priori, une explication de la passivité ou de la neutralité de ces acteurs vis-à-vis du contrôle des firmes de leurs portefeuilles. C'est rare que les institutionnels exercent une influence sur la gestion des entreprises et interviennent pour contraindre les dirigeants à gérer conformément à leurs intérêts. Les investisseurs institutionnels sont dits passifs lorsqu'ils n'utilisent pas le pouvoir qu'ils ont suite à leurs détentions en capital pour exercer une influence sur le système de gouvernement et la gestion des firmes de leurs portefeuilles. Ils préfèrent la sortie de capital (*la wall street walk*) lorsqu'ils s'aperçoivent que la firme est mal gérée. Les rares pratiques activistes qui ont eu lieu jusqu'à aujourd'hui émanent essentiellement de quelques institutions financières anglo-saxonnes de grandes tailles et réputées par leur comportement particulièrement actif au sein des firmes dans lesquelles ils ont investi.

Le but majeur de cet article est d'analyser les facteurs les plus importants qui peuvent être à l'origine de la passivité des investisseurs institutionnels dans le contrôle des firmes dans lesquelles ils ont investi. A l'instar des études de Coffee (1991), Black (1992a) et Stapledon (1996) nous estimons que quatre grands facteurs peuvent expliquer la passivité des institutionnels : les contraintes légales et réglementaires (1), les problèmes de l'action collective de contrôle (2), les problèmes d'agence et de groupes d'intérêt "*interest groups*" (3) et l'insuffisance du système d'évaluation et d'incitation des dirigeants des institutions financières (4).

1. LES CONTRAINTES LEGALES ET REGLEMENTAIRES

La législation dans la plupart des pays constitue un facteur déterminant de la passivité des investisseurs institutionnels. Selon Jensen (1993) et Roe (1990), les principaux problèmes associés aux systèmes de contrôle interne des entreprises proviennent des restrictions légales et réglementaires qui ont empêché les investisseurs actifs de jouer un rôle de contrôle important au sein des firmes de leurs portefeuilles⁴. En fait, la législation empêche la

⁴ Selon les auteurs, la firme managériale de Berle et Means dans laquelle la propriété et le contrôle sont séparés n'est pas une conséquence inévitable des forces économiques et technologiques qui ont formé le capitalisme moderne. C'est plutôt une adaptation aux forces politiques et réglementaires qui ont limité le pouvoir des institutions financières. Les auteurs sont allés jusqu'à dire qu'en l'absence de la réglementation restrictive, l'entreprise américaine moderne aurait pu évoluer vers une forme organisationnelle différente. La réglementation a limité, selon les auteurs, le pouvoir de contrôle des investisseurs institutionnels. Elle a engendré des coûts d'agence très élevés, une discipline du marché faible et l'enracinement des dirigeants

concentration du capital dans la même firme. Elle oriente l'investissement en dettes plutôt qu'en fonds propres et encourage les institutions financières à investir conformément au principe de dispersion et de répartition du risque et ce en diversifiant leurs portefeuilles sur un grand nombre de firmes⁵. Or, l'incitation des investisseurs institutionnels à contrôler les dirigeants des firmes de leurs portefeuilles dépend de l'importance du capital investi dans la même firme. Selon Black (1992a) et Shleifer et Vishny (1986), le pouvoir ainsi que l'implication des actionnaires à contrôler les dirigeants augmentent exponentiellement avec leur détention en capital.

1. 1. Le principe de dispersion et de répartition du risque

La législation impose aux institutions financières le respect du principe de dispersion et de répartition du risque. Selon ce principe, les investisseurs institutionnels ne doivent pas placer tous les œufs dans le même panier et investir une fraction trop importante de capital dans la même firme car les difficultés que pourrait connaître celle-ci se répercuteraient sur eux. Le but est de protéger les épargnants, contre un éventuel risque d'insolvabilité des investisseurs institutionnels. Les institutions financières gèrent l'argent d'autrui, sont donc tenu par la loi de se diversifier et de répartir le risque de leur investissement et ce en limitant leurs détentions en capital dans la même firme. Le législateur veille à ce que les difficultés financières rencontrées par les entreprises ne compromettent pas la solvabilité des investisseurs institutionnels.

Les investisseurs institutionnels doivent être en mesure de faire face à tout moment aux engagements qu'ils ont contractés à l'égard des épargnants. Ils doivent être dotés (continuellement) de liquidité pour faire face aux demandes de ces derniers. Pour cela, ils doivent placer les fonds qu'ils gèrent sur des termes raisonnables leur permettant de faire face à des brusques besoins de liquidité. La détention de faible part de capital dans la même firme permet aux institutionnels de revendre facilement leurs détentions en cas d'un brusque besoin de liquidité. Selon Millstein (1990), les investisseurs institutionnels ne peuvent pas détenir des blocs d'actions car cela engendre un manque de liquidité. Ils n'ont pas donc assez de pouvoir pour peser en terme de contrôle des firmes de leurs portefeuilles.

⁵ Selon la théorie de portefeuille la diversification permet de réduire le risque spécifique à chaque firme (Sharpe, 1970); la diversification internationale permet de réduire une partie du risque systémique lié au risque du pays (Jaquillat, 1997).

1. 2. Les règles prudentielles en matière de placement une comparaison internationale

La plupart des pays de l'OCDE édictent des règles prudentielles plus ou moins contraignantes en matière d'investissement en actions pour les investisseurs institutionnels. Ces règles visent à limiter les montants des placements par catégorie d'actifs, à contrôler la dispersion de l'investissement dans les classes d'actifs, et ce afin de protéger les bénéficiaires en cas de faillite. Ces règles visent ainsi à garantir la sécurité des placements et à assurer une répartition des risques. Ces règles sont différentes d'un pays à l'autre mais concourent tous à la dispersion de l'actionnariat des investisseurs institutionnels.

Aux Etats-Unis, l'acquisition des actions par les banques et leurs filiales nécessite l'approbation préalable de la Réserve Fédérale. Certaines exceptions concernent certaines banques par exemple les holdings ne peuvent pas détenir plus que 5% de la même firme. Pour les banques d'investissement cette limite est de 10%.

De même pour les sociétés d'investissement la diversification est la règle :

- Pour la première moitié des investissements, 5% au plus peuvent aller dans une société et doivent représenter au plus 10% des titres de la société visée (*Investment Company Act, 1940*).
- Pour l'autre moitié, pas plus de 25% des actifs de la société doivent être consacrés à l'achat des titres d'une entreprise.

En ce qui concerne les fonds de pension, la loi ERISA (*Employee Retirement Income Security Act, 1974*) a interdit aux plans de pension de détenir plus de 10% du capital du sponsor du fonds ou 5% du capital des autres firmes.

S'agissant des compagnies d'assurance –vie, 20% de leurs actifs peuvent être destinés à l'achat d'actions et seulement 2% des actifs peuvent aller dans la même société.

En France, les sociétés d'assurance ne peuvent pas placer plus de 65% de leurs avoirs en actions de sociétés et détenir plus de 5% de l'ensemble des valeurs émises par un même organisme (décret 90 –981 du 5 novembre 1990).

Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) doivent offrir le maximum de sécurité et sont, de ce fait, soumis à une double limitation. Un OPCVM ne peut en effet :

- Détenir plus de 10% d'une même catégorie de valeurs mobilières d'un même émetteur (L. 23 décembre 1988, art. 25 al. Décret 6 septembre 1989) ;
- Ni employer plus de 5% de son actif en titres d'un même émetteur (art. 36 -1).

En France, il n'y a pas de limitations pour les participations inférieures à 10% du capital de l'entreprise concernée et qui ne permettent pas d'exercer une influence notable au sens du règlement n° 83-12 modifié, les titres ainsi détenus étant assimilés à des valeurs de placement pour l'application de la réglementation et pour les participations détenues pour des durées limitées dans un but d'assistance financière ou de partage pour le compte de tiers. Selon l'article 2 du règlement n° 90606 du 20 juin 1990, aucune participation ne peut dépasser 15% des fonds propres de l'établissement assujéti. Le montant total des participations ne peut dépasser 60% des mêmes fonds propres.

En Grande Bretagne, les investisseurs institutionnels sont soumis à des règles restrictives quant à la part de capital qu'ils peuvent détenir dans la même firme. Toutefois, ces règles sont moins contraignantes par rapport à celles en France et aux Etats-Unis. Malgré l'absence de législation restrictive, les investisseurs institutionnels britanniques détiennent rarement plus que 1% - 2% d'une même firme.

En Allemagne, les actions ne doivent pas représenter plus de 20% du montant total des actifs pour les réserves bloquées, 25% en réserves disponibles et 5% dans les autres sociétés allemandes. Les investissements en actions et obligations internationales sont limités à 4%. Au Japon et en Allemagne, on ne peut pas dire que la législation constitue un facteur explicatif de la passivité des investisseurs institutionnels. Alors que pour les SICAV et les fonds de pension il n'y a pas de restrictions légales, les compagnies d'assurance peuvent détenir jusqu'à 20% de l'entreprise en Allemagne et 10% au Japon. Pour les banques, la législation allemande ne pose aucune restriction. Toutefois, au Japon, depuis 1987, les banques ne peuvent pas détenir plus de 5% du capital d'une même entreprise.

Vu les restrictions légales qu'on vient de présenter et compte tenu des seuils de contrôle en France (qui sont fixés à 33% du capital pour une minorité de blocage, à 50% pour un contrôle majoritaire et à 66% pour un contrôle absolu), il est difficile que les investisseurs institutionnels puissent jouer un rôle important dans le système de contrôle de l'entreprise. Toutefois, ils peuvent agir ensemble en menant une action collective de contrôle. Dans ce cas l'agrégation de leurs détentions peut leur permettre un pouvoir suffisant pour peser en terme de contrôle.

2. LES PROBLEMES DE L'ACTION COLLECTIVE

L'action collective du contrôle constitue une solution pour que les investisseurs institutionnels, détenant chacun de faibles parts de capital dans la même firme, exercent ensemble une influence sur la gestion des entreprises de leurs portefeuilles. L'agrégation de leurs détentions peut leur permettre un pouvoir important sur les dirigeants. Les investisseurs institutionnels même s'ils détiennent des parts faibles de capital, peuvent contrôler les dirigeants s'ils agissent ensemble en menant une action collective. Toutefois, cette organisation en coalition présente deux inconvénients majeurs⁶. D'abord, la préférence par certains investisseurs institutionnels de se comporter comme des passagers clandestins, voulant bénéficier d'un contrôle gratuit effectué par les autres, peut empêcher la formation de la coalition de contrôle (Berle et Means, 1932)⁷. Ensuite, l'action collective implique des coûts de coordination qui sont dans certains cas prohibitifs.

2. 1. Le comportement de passager clandestin

Il y a un comportement de passager clandestin dès lors qu'un bien consommable par plusieurs personnes à la fois est consommé par certaines qui n'ont rien payé en contrepartie et qui peuvent légalement refuser de faire un tel paiement (Milgrom et Roberts, 1997). Le passager clandestin se contente de profiter passivement d'une occasion qu'il n'a rien fait pour susciter. La théorie des biens collectifs justifie bien ce comportement. On va présenter rapidement cette théorie et la transposer sur notre étude.

⁶ Il existe en outre un autre inconvénient. En fait, la législation des actions collectives d'investissement implique des coûts réglementaires importants. La loi, aux Etats-Unis, pénalise sinon interdit la vente du capital une fois acheté si le groupe participe dans la gestion de la firme. Or, l'illiquidité du capital est coûteuse et peut engendrer des coûts d'opportunité liés à la non-utilisation des informations pour réaliser des plus values.

⁷ Berle A. A. et Means G. C., 1932, *The modern corporation and the private property*, 2^e éd. 1956, MacMillan.

2. 1. 1. La théorie des biens collectifs

Selon la théorie des biens collectifs, si plusieurs individus détiennent des droits d'utilisation d'une ressource commune, il y a surexploitation de la ressource ; lorsque plusieurs individus partagent l'obligation de fournir une ressource, elle n'est pas produite en quantité suffisante. Quand les bénéfices résiduels d'un actif sont partagés entre de trop nombreux individus, aucun d'entre eux n'est assez motivé pour supporter les coûts de maintenance et d'augmentation de la valeur de l'actif. Dans de tels cas, la concentration des droits de propriétés peut conduire à un accroissement de l'efficacité (Milgrom et Roberts, 1997).

Une caractéristique de la situation créée par l'existence de biens collectifs est qu'elle incite les individus à adopter un comportement opportuniste qui consiste à profiter ou à tenter de profiter de la consommation simultanée qui les caractérise pour minimiser leur contribution au financement de leur acquisition. Pourquoi payer pour un objet dont, par nature, on peut bénéficier si quelqu'un d'autre le paye ?⁸

2. 1. 2. Le comportement de contrôle des investisseurs institutionnels : le *free riding*

Nous pouvons transposer la théorie des biens collectifs, utilisée surtout en analyse économique, à la problématique du contrôle de la firme. En fait, lorsque la firme est détenue par plus qu'un seul actionnaire, des conflits d'agence apparaissent lorsqu'il serait nécessaire de contrôler les dirigeants. Comme la remarqué Stapledon(1996), le contrôle des dirigeants peut être assimilé dans ce cas à un bien collectif ou public dans le sens où les bénéfices résultant de l'action de contrôle reviennent à l'ensemble des actionnaires indépendamment de leur contribution ou non aux coûts engagés. Alors qu'un seul actionnaire ou un groupe d'actionnaires supportent les coûts, les fruits du contrôle seront partagés par l'ensemble des propriétaires.

Le problème de la surveillance insuffisante par les détenteurs du capital correspond au problème du passager clandestin. Selon Stapledon(1996), Coffee(1991) et Rock(1991)⁹, l'explication standard de la passivité des

⁸ Wolfelsperger A. (1995), Economie publique, puf, Thémis économie, p. 58.

⁹ Rock E.B. (1991), The logic and (uncertain) significance of institutional shareholder activism, Georgetown Law Journal, n°79, p 445.

actionnaires et de leur réticence à contrôler les firmes dans lesquelles ils ont investi, revient au problème de *free riding*. Puisque le coût d'une action de contrôle est fixe alors plus le nombre de participants à cette action augmente moins serait la contribution de chacun. Inversement, plus ce nombre diminue donc plus il y aurait des passagers clandestins, plus serait la contribution de chacun des participants à l'opération de contrôle, moins seraient les bénéfices revenant à chacun de ces derniers. Dans ce dernier cas, il serait moins probable que le contrôle ait lieu.

Le comportement de passager clandestin est, dans certains cas, un comportement rationnel. La diffusion de l'actionnariat et l'atomicité des actionnaires fait que ces derniers détiennent chacun une part infime de capital. Dans ce cas, les coûts qu'un tel actionnaire va supporter, en participant à une action de contrôle, vont facilement dépasser le profit qu'il va percevoir et qui est au prorata de sa participation au capital. Pour cette raison, un actionnaire rationnel n'engage une action de contrôle que dans des circonstances précises. Le contrôle ne peut donc avoir lieu que lorsque son initiateur gagnerait plus que ce qu'il a perdu¹⁰.

En fait, le problème de l'action collective c'est aussi un problème de dilemme de prisonnier. En fait, les actionnaires pourraient profiter des gains générés par le contrôle si chacun a contribué au coût engagé. Mais un actionnaire aurait pu gagner plus s'il n'a pas contribué au coût et si le contrôle a quand même eu lieu. Si tous les actionnaires réfléchissent de la même façon et se comportent comme des passagers clandestins, alors le contrôle n'aura pas lieu et personne ne gagne rien.

Toutefois, le recours excessif, par les investisseurs institutionnels, à technique de l'indexation ou la réplique de l'indice boursier, décourage l'exercice du contrôle¹¹ (Gilson et Kraakman, 1991).

¹⁰ Si on considère que l'actionnaire s'intéresse plutôt à la performance relative et non absolue, il ne mènerait une action de contrôle des dirigeants que lorsque cela lui permettrait de gagner plus que ce que gagneraient les autres actionnaires de cette même action de contrôle. Pour une analyse approfondie des notions de performance absolue et relative et leurs influences sur la décision de contrôle voir Fisch J.E.(1994), Relationship investing : will it happen ? will it work ?, Ohio state law journal, Vol. 55, n°5, p 1009-1048.

¹¹ Plusieurs investisseurs institutionnels, par exemple CalPERS, utilise la technique de l'indexation mais il participe activement dans le contrôle des firmes de son portefeuille. Selon Stapledon(1996), le comportement de CalPERS peut être expliqué par le fait qu'il gère en interne ses fonds. Ce n'est pas le cas pour les gestionnaires externes de fonds.

En fait, l'indexation implique la détention de faibles parts de capital dans les firmes appartenant à un indice boursier. Leur préférence pour la réplication d'un indice boursier (gestion passive) plutôt l'ajustement continu d'un portefeuille de certaines valeurs jugées les plus performantes (gestion active) s'explique d'abord par l'importance des coûts de transactions qu'implique l'ajustement continu d'un portefeuille d'actions. Ensuite, sous l'hypothèse d'efficacité des marchés, une gestion active de portefeuille ne permet qu'un rendement nettement inférieur à celui du marché. Puis avec l'augmentation des détentions des investisseurs institutionnels, une gestion active de leur portefeuille devient très difficile. Au contraire, selon l'auteur, la technique de l'indexation permet aux institutionnels d'obtenir la même rentabilité que le marché en supportant moins de coûts de transactions et de gestion.

La technique de l'indexation implique la détention de parts faibles de capital dans plusieurs firmes. Dans ce cas, comme on l'a vu ci-dessus, il est probable que les investisseurs institutionnels se comportent plutôt comme des passagers clandestins que des actionnaires actifs¹². Rock (1991) a remarqué que la concentration de l'actionnariat peut résoudre le problème de *free riding* et rend le contrôle plus rationnel et ce pour deux raisons : d'abord, la concentration de capital permet à l'actionnaire des gains importants (au prorata du capital détenu) résultants du contrôle. Ensuite, la concentration de capital permet des profits qui dépassent largement ce que les comportements alternatifs de contrôle permettent de générer. Le *free riding* devient donc peu probable et la défection devient plus difficile et moins attrayante.

¹² La passivité des investisseurs institutionnels peut aussi être justifiée dans ce cas par la théorie de l'actionnaire symétrique. Dans un contexte de prises de contrôle, la théorie de l'actionnaire symétrique suppose qu'aussi bien l'acquéreur que la cible font partie du même portefeuille d'indice de l'actionnaire (Wingerson et Dorn, 1994). La tendance des institutionnels à détenir des portefeuilles indexés sur un grand nombre de firmes fait qu'il est toujours possible que l'acquéreur et la cible fassent partie du même portefeuille d'indice. Dans ce cas, les gains relatifs à la prime de contrôle et qui reviennent donc aux actionnaires de la cible sont payés par la firme acquéreuse dans laquelle participent les mêmes actionnaires. Dans ce cas, l'opération de prise de contrôle peut être assimilée à un jeu à somme nulle. Il s'agit, en fait, d'un simple transfert de richesse dont l'effet combiné est nul. A partir de là, les opérations de prise de contrôle perdent leur caractère incitatif et deviennent non bénéfiques pour les institutionnels qui utilisent la technique de l'indexation. En fait, selon Gilsonet Kraakman (1991), l'opération de prise de contrôle n'est avantageuse que lorsqu'elle permet d'améliorer simultanément la valeur de l'acquéreur et celle de la cible. La passivité de certains institutionnels symétriques peut s'expliquer par l'absence du gain relatif aux opérations de prise de contrôle.

Toutefois, comme l'a signalé Stapledon(1991), si l'augmentation de l'actionnariat des investisseurs institutionnels dans le monde a donné lieu à la concentration de la propriété des firmes entre les mains de cette catégorie d'actionnaires, pourquoi alors observe-t-on encore certains gestionnaires de fonds qui choisissent de vendre leurs détentions en cas de problèmes de gestion dans les firmes de leurs portefeuilles ? Pourquoi choisissent-ils la sortie de capital au lieu d'intervenir pour restructurer et corriger les pratiques de gestion dans les firmes à problèmes ? Selon l'auteur et d'après les résultats d'une interview effectuée auprès des investisseurs institutionnels australiens, malgré la faiblesse des gains qu'une stratégie exit permet, en cas de concentration de capital, la défection ou la sortie de capital reste toujours une stratégie attrayante et préférée par les investisseurs institutionnels.

2. 2. Les problèmes de coordination

Si l'action collective d'investissement constitue une solution qui permet aux investisseurs institutionnels, dont la loi a interdit la détention d'une part importante de capital dans la même firme, de prendre la parole dans les entreprises de leurs portefeuilles, il n'est pas toujours avantageux d'entreprendre cette forme d'organisation. L'activité collective implique des coûts de coordination et d'agence qui peuvent, à la limite, rendre l'action de contrôle inutile(Coase, 1960)¹³. En fait, il existe plusieurs coûts d'arrangement et d'exécution de ces arrangements. Premièrement dans une société régie par la rationalité des individus, l'imperfection de la communication, la détention d'informations privées, la difficulté d'observation et de contrôle et le risque d'opportunisme, il est coûteux de déterminer, de rédiger et de mettre en application les arrangements contractuels. Les parties engagées doivent pouvoir être identifiées. Elles doivent créer un arrangement sur la base de relations physiques liant les actions aux résultats et déterminant un ensemble de plans d'action. Les engagements de chacune des parties et la distribution des bénéfices associés doivent ensuite être déterminés, acceptés et précisés avec suffisamment de clarté pour que ces parties puissent les comprendre. Enfin, différents mécanismes doivent être mis en place afin d'assurer l'exécution des arrangements et la résolution des conflits. Dans certaines situations, ces coûts sont mineurs en comparaison aux bénéfices qui résultent de l'arrangement. Les transactions peuvent donc être passées. Cependant, dans d'autres cas, les coûts peuvent être prohibitifs.

¹³ Coase R. H. , 1960, « The problem of social cost », Journal of Law and Economics, 3, October, p. 1-44.

2. 2. 1. La non-homogénéité des investisseurs institutionnels

Les investisseurs institutionnels sont loin d'être un groupe monolithique. Il est tout à fait habituel que des conflits aient lieu entre les différents institutionnels concernant la nécessité ou la forme du contrôle à entreprendre. Selon (Stapledon, 1996), la non-homogénéité des choix et des préférences des investisseurs institutionnels peut déstabiliser le rôle de contrôle qu'ils ont à jouer dans les firmes de leurs portefeuilles. Elle peut par exemple retarder ou empêcher la formation d'une coalition de contrôle. Même si cette coalition apparaît, elle peut échouer ou ne pas réaliser ses objectifs à cent pour cent.

2. 2. 2. Les contraintes logistiques

Les contraintes logistiques, en combinaison avec d'autres facteurs, peuvent empêcher certaines actions de contrôle d'avoir lieu. L'organisation des réunions d'un groupe d'investisseurs institutionnels venant, chacun, de villes ou de pays différents est très difficile. Ce problème logistique est devenu sérieux avec la mondialisation financière qui a rendu possible aux investisseurs institutionnels d'opérer et de prendre des participations sur toutes les places financières et dans toutes les entreprises du monde. Ce phénomène a rendu difficile, pour les institutionnels et de point de vue logistique, l'organisation des actions collectives de contrôle des firmes de leurs portefeuilles.

3. LES PROBLEMES D'AGENCE ET DE GROUPES D'INTERET

Ces problèmes sont relatifs, d'un côté, à la multiplicité des acteurs en relation avec l'activité d'investissement des investisseurs institutionnels et, de l'autre côté, à la possibilité d'affiliation de ces derniers aux dirigeants des firmes de leurs portefeuilles.

3. 1. Les différentes relations d'agence liées à l'activité d'investissement en actions par les investisseurs institutionnels

Quatre catégories d'acteurs se trouvent mêlées directement à la réalisation du processus d'investissement en actions par l'institutionnel¹ : l'actionnaire institutionnel lui-même, l'épargnant qui a confié ses fonds à ce dernier, l'entreprise dont les titres ont été choisis pour faire partie du portefeuille de valeurs mobilières. Un quatrième intervenant est l'institution financière qui constitue le foyer des activités d'investisseur institutionnel et

peut dans certaines hypothèses arbitrer l'exercice de fonctions d'un tout autre ordre. Le constat de la multiplicité d'agents intéressés contient une résonance particulière en ce qu'il laisse imaginer à quel point le terrain est propice à la manifestation d'enjeux contradictoires, à l'utilisation de manœuvres de pression et au développement de frustrations. Les tensions sont à même de se produire au stade de la prise de décision en matière d'investissement et de désinvestissement comme dans le cadre de l'exercice, par l'investisseur institutionnel, des droits et pouvoirs d'actionnaire. La multiplicité des acteurs en relation avec l'activité d'investissement des institutionnels implique la multiplicité des relations d'agence et donc des coûts d'agence liés aux prises des décisions au sein des institutions financières, notamment la décision de contrôle.

Les ultimes bénéficiaires du capital détenu par les investisseurs institutionnels sont : les épargnants, les futurs retraités...C'est à ces derniers que revient, en principe la décision de contrôle. En pratique cette décision est souvent prise par le gestionnaire du fonds ou bien le conseil d'administration pour le cas des compagnies d'assurance ou des sociétés d'investissements. Tout comme au niveau de l'entreprise, les divergences d'intérêts entre les propriétaires et les dirigeants peuvent donner lieu à des coûts d'agence. L'abstention au contrôle pour ne pas rentrer en conflits avec certains clients, averses au risque que comporte une intervention de contrôle, constitue un exemple de ces coûts¹⁴.

Selon Rock(1991), à cause des divergences d'intérêts entre les gérants de fonds et leurs principaux, on ne peut pas affirmer que les pratiques de contrôle qui profitent à ces derniers sont aussi dans l'intérêt des premiers. Selon l'auteur la mise en application des normes de gouvernement d'entreprises tout en permettant d'améliorer la valeur du portefeuille géré peut ne pas être dans l'intérêt des gérants de fonds.

Selon l'auteur, les divergences d'intérêt entre ces derniers et leurs principaux impliquent que les facteurs qui déterminent la rationalité ou l'optimalité d'une action de contrôle ne sont pas les mêmes pour les gérants de fonds et leurs principaux. Cela implique que les gérants de fonds engagent moins d'actions de contrôle que l'optimum de point de vue des clients.

¹⁴ Maati J. (1999), Le gouvernement d'entreprise, éd. Boeck université.

3.2. Le problème de l'affiliation aux dirigeants

En tant que propriétaire, tout investisseur institutionnel a l'obligation de jouer un rôle dans le gouvernement de l'entreprise (la théorie des droits de propriété). Toutefois, certains ne peuvent pas assumer ce rôle à cause des conflits d'intérêts qui peuvent avoir lieu suite aux relations financières ou d'affaires qu'ils ont avec les firmes de leurs portefeuilles (Heard, 1987). En fait, les droits de propriété peuvent être utilisés pour s'opposer comme pour s'aligner aux dirigeants. Les relations de dépendance peuvent prendre la forme de participations croisées directes ou indirectes¹⁵, de l'autocontrôle¹⁶, des arrangements financiers d'actionnariats stables, des relations commerciales et d'affaires ou simplement des liens humains. Dans ce cas, les investisseurs institutionnels essayent de conforter les dirigeants pour sauvegarder et entretenir les relations qu'ils ont avec eux. Le pouvoir que les investisseurs institutionnels ont du fait de leurs détentions en capital est « neutralisé » suite à leur dépendance à l'égard des dirigeants.

3.2. 1. Critique de la théorie de l'agence

La théorie de l'agence a permis une meilleure compréhension des relations qui régissent les différentes parties prenantes de la firme et a mis en évidence la nécessité de la mise en œuvre par les mandants d'un système de contrôle de l'action de leurs mandataires. Cependant on lui reproche souvent la non prise en compte de la possibilité de l'existence des liens originaux entre les différents cocontractants. Ces liens sont, pourtant, déterminants de l'incitation des mandataires dans le contrôle de leurs mandants.

La négligence de la dimension relationnelle

Le discours de l'agence rend insuffisamment compte d'une dimension essentielle du contrôle managérial (Rouby, 1998). Cette dimension consiste dans la relation au dirigeant, c'est à dire la relation qui est nouée entre le

¹⁵ L'actionnariat croisé est direct lorsque pour les deux sociétés A et B, A est actionnaire dans B et réciproquement B est actionnaire dans A. L'actionnariat est indirect entre A et C lorsque B qui est actionnaire dans A, détient aussi des actions dans C mais C ne détient pas d'actions directement dans A. Les participations croisées sont source de droits de vote bien réels même si le bouclage de capitaux engendre la fictivité d'une partie du capital des firmes ainsi mises en relation; leur raison d'être se justifie par leur fonction protectrice des équipes dirigeantes en place.

¹⁶ Même s'il n'est plus source de droits de vote en assemblée générale des actionnaires, l'autocontrôle retrouve sa fonction si les actions correspondantes sont transférées dans des mains amies. Ces participations s'expliquent par leur fonction protectrice des équipes dirigeantes. Il y a autocontrôle lorsqu'une société assure son propre contrôle par l'intermédiaire d'une ou plusieurs autres sociétés dont elle détient elle-même directement ou indirectement.

dirigeant ou la firme et la personne ou l'organisme qui est censé exercer le contrôle. De ce point de vue, la relation entre le dirigeant et la personne qui est censée le contrôler ne peut se réduire à la signature d'un contrat complet et il est essentiel de s'interroger sur ce qui indépendamment de la fonction du dirigeant, d'administrateur ou d'actionnaire, lie « l'individu dirigeant » à « l'individu administrateur » ou à « l'individu actionnaire » ou plus généralement les éléments qui lient l'entreprise en question et l'organisation qui est censée la contrôler.

Rouby (1998) a expliqué que l'intérêt du contrôleur devient, dans ce cas, enjeu. Plus exactement, il est rapporté au contexte de l'action, lequel consiste dans la relation qui le lie au dirigeant. Dans cette perspective, la retombée de la décision qui sera effectivement prise par lui, paraît un argument essentiel de son choix ce qui, en d'autres termes, signifie qu'il opère probablement un arbitrage entre ce qu'il ferait s'il faisait abstraction de tous les éléments qui ont trait à sa « relation au dirigeant » et ce qu'il convient qu'il fasse compte tenu de ces mêmes éléments. L'efficacité de la décision s'analyse principalement en termes de cohérence par rapport à une situation (contexte relationnel) et que la décision porte aussi sur la définition du but à atteindre compte tenu de cette recherche de cohérence. De ce point de vue, le contrat de la théorie de l'agence n'est pas l'unique interface entre un contrôleur et un contrôlé par ailleurs liés.

Le contrôleur, parallèlement à sa position de contrôle, rationalise son comportement en fonction de ce qui est en jeu dans sa relation au dirigeant. Le modèle de comportement de contrôle doit être pensé comme contingent, « possibiliste » et non « idéal type ». Le comportement de contrôle est partiellement déterminé par le contexte qui préexiste à la décision de contrôle et dans lequel cette décision se construit. Le comportement du contrôle se confond avec une possibilité comportementale, laquelle est en partie liée au jeu des relations qui, par construction, sont spécifiques des individus ou des organisations qu'elles réunissent. L'acte de contrôle est un acte "situé". Il s'exerce à l'intérieur d'un contexte spécifique, il est en partie fonction des enjeux en présence et ces enjeux se comprennent effectivement comme des intérêts personnels qui prennent sens et font sens à l'intérieur d'un espace de relations pertinent pour le contrôleur.

Rouby (1988) parle d'un décalage entre les prédictions théoriques de l'agence et les pratiques de contrôle. Ce décalage est dû selon l'auteur à des facteurs culturels, réglementaires, conjoncturels, cognitifs ou relationnels.

Souvent, les actionnaires personnes morales non identifiés entretiennent un lien avec l'entreprise au capital de laquelle ils participent. Une participation au capital de l'entreprise administrée inférieure à 1% peut par exemple être assortie d'une garantie de non-agression ou être le versant de coopération opérationnelles¹⁷.

Les droits de propriétés s'exercent pour s'aligner comme pour s'opposer aux dirigeants

Les droits de propriété sont établis et acceptés de tous, ils permettent aux échanges de s'organiser, ils créent le lien social parce qu'ils permettent aux individus de savoir à priori ce qu'ils peuvent raisonnablement espérer dans leurs rapports avec les autres membres de la communauté (Demsetz, 1967).

La propriété représente une source de pouvoir qui peut être utilisée pour s'opposer comme pour s'aligner aux dirigeants en place. Les institutionnels indépendants peuvent utiliser ce pouvoir pour s'opposer aux préférences managériales concernant, par exemple, les composantes de leurs rémunérations. Au contraire, les investisseurs institutionnels dépendants, essaient de conforter les dirigeants pour sauvegarder leurs relations d'affaires. De ce fait, l'actionnariat des investisseurs institutionnels ne signifie pas un rôle automatique dans le système de gouvernement des entreprises. Il est de ce fait nécessaire d'étudier la nature des investisseurs institutionnels.

3.2.2.L'étude de Brickley, Lease et Smith (1988)

Brickley, Lease et Smith (1988) ont montré comment l'affiliation des investisseurs institutionnels aux dirigeants peut influencer le comportement des premiers dans le contrôle des derniers. L'étude porte sur le comportement de vote de différents groupes d'investisseurs institutionnels. Les auteurs ont étudié, en premier lieu, l'influence des investisseurs institutionnels en tant qu'une entité homogène sur le pourcentage de vote pour ou contre les propositions des dirigeants. Ensuite, ils ont procédé par une typologie plus fine des investisseurs institutionnels selon leur dépendance ou indépendance à l'égard des dirigeants.

¹⁷ cf. par exemple la signature du pacte d'actionnaires qui fut signé lors de la privatisation de la société générale. Les signataires qui détenaient chacun moins de 1% du capital social n'apparaissent pas dans l'actionnariat du moins en tant qu'actionnaires identifiés. Or leur adhésion au pacte laisse présager un rôle non négligeable en matière de contrôle managérial.

Les investisseurs institutionnels pris comme entité homogène

En considérant les investisseurs institutionnels comme entité homogène, les auteurs ont rapporté des résultats qui corroborent l'hypothèse de contrôle actif.

Tableau 1 : Résultats de l'étude obtenus en considérant les investisseurs institutionnels comme une entité homogène.

Variable 1 : % de capital détenu par type d'actionnaire	Variable 2 : résultat du vote	Résultat de l'étude : relations observées entre variable1 et variable2
% de capital détenu par les investisseurs institutionnels	% de vote	Relation positive et significative
% de capital détenu par les investisseurs institutionnels	% de vote contre la proposition	Relation positive et significative
% de capital détenu par les dirigeants et les administrateurs	% de vote	Pas de relation significative
% de capital détenu par les dirigeants et les administrateurs	% de vote pour la proposition	Relation positive et significative
% de capital détenu par les détenteurs de blocs de titres de 5% non affiliés aux dirigeants	% de vote	Relation positive et significative
% de capital détenu par les détenteurs de blocs de titres de 5% non affiliés aux dirigeants	% de vote contre la proposition	Relation positive mais faiblement significative

L'étude montre que le pourcentage de capital détenu par les institutionnels ou par les détenteurs de blocs de titres non affiliés aux dirigeants a une influence positive et significative sur le taux de participation au vote et particulièrement sur le taux du vote contre les résolutions des dirigeants. L'étude montre aussi que le pourcentage de capital détenu par les dirigeants et les administrateurs a une influence positive et significative sur le vote pour les propositions des dirigeants mais pas d'influence sur la participation au vote en général.

Les auteurs ont proposé par la suite une classification plus fine des investisseurs institutionnels et ont étudié leurs comportements de vote.

La prise en compte des relations aux dirigeants

Afin d'examiner plus en détail le comportement des investisseurs institutionnels, Brickley, Lease et Smith les ont classés en trois groupes, selon leur sensibilité à l'influence des dirigeants :

- Institutions sensibles aux pressions des dirigeants : ce sont des institutions qui peuvent entretenir en plus de leur participation au capital de la firme, des relations d'affaires avec cette dernière (compagnies d'assurance, banques, les trusts non bancaires...)
- Institutions résistantes aux pressions des dirigeants n'ont pas de relations d'affaires avec ces derniers et n'ont pas par conséquent un problème de conflits d'intérêts avec eux. Cette catégorie d'investisseurs institutionnels est plus active et vote plus contre les propositions des dirigeants (caisses de retraites publiques, sociétés d'investissements...)
- Institutions dont les attitudes envers les pressions des dirigeants sont indéterminées (caisses de retraites des entreprises, maisons de courtage...)

Tableau 2 : Résultats de l'étude obtenus avec une typologie plus fine des investisseurs institutionnels.

Variable 1 : % de capital détenu par type d'actionnaire	Variable 2 : résultat du vote	Résultat de l'étude : relations observées entre variable1 et variable2
% de capital détenu par les détenteurs de blocs de titres de 5% non affiliés aux dirigeants	% de vote contre la proposition	Relation positive et significative
% de capital détenu par les détenteurs de blocs de titres de 5% non affiliés aux dirigeants	% de vote pour la proposition	Relation négative et significative
Institutions résistantes aux pressions des dirigeants	% de vote contre la proposition	Relation positive et significative
Institutions résistantes aux pressions des dirigeants	% de vote pour la proposition	Relation négative et significative
Institutions dont l'attitude est indéterminée	% de vote contre la proposition	Relation positive et significative
Institutions dont l'attitude est indéterminée	% de vote pour la proposition	Relation négative et significative
% de capital détenu par les dirigeants et les administrateurs	% de vote pour la proposition	Relation positive et significative
Institutions sensibles aux pressions	% de vote pour la proposition	Relation positive et significative

Les détenteurs de blocs de titres de 5% non affiliés aux dirigeants, les institutions résistantes aux pressions des dirigeants ainsi que les institutions dont l'attitude est indéterminée ont une influence positive et significative sur le pourcentage de vote contre les propositions des dirigeants mais une influence négative sur le vote pour ces propositions. Le pourcentage de capital détenu par les dirigeants et administrateurs ou par les institutions sensibles aux pressions des dirigeants ont une influence positive et significative sur le pourcentage de vote pour les propositions des dirigeants.

Les résultats reflètent des différences dans le comportement de vote entre les trois groupes. Les caisses de retraites publiques, les sociétés d'investissement montrent une plus forte opposition aux dirigeants que les banques et les compagnies d'assurance qui vendent leurs détections pour ne pas participer au vote (c'est le vote par les pieds ou la *Wall Street Walk*). Les relations d'affaires peuvent créer des conflits d'intérêts potentiels avec les obligations fiduciaires, de façon plus fréquente que pour les investisseurs institutionnels résistants aux pressions des dirigeants.

Les auteurs ont enfin étudié le résultat du vote des différents types d'actionnaires en fonction de l'effet des propositions sur la richesse des actionnaires, mesurée par la réaction boursière à l'annonce des propositions¹⁸. Les investisseurs institutionnels sont plus actifs et votent contre les propositions lorsque la réaction boursière à ces dernières est négative. Alors que le niveau d'opposition présenté par le groupe résistant aux pressions managériales est plus élevé, dans les deux régimes de réaction boursière, que pour les institutions sensibles aux pressions, l'augmentation dans l'opposition, lorsque la rentabilité boursière est négative, est similaire pour les deux catégories d'institutions.

4. L'INSUFFISANCE DU SYSTEME DE REMUNERATION ET D'INCITATION DES GERANTS DE FONDS

La politique de la rémunération des dirigeants est considérée, dans la littérature dans le cadre de la théorie de l'agence, comme un moyen pour résoudre les conflits d'agence entre les actionnaires et les dirigeants (Charreaux, 1996 ; Jensen ET Meckling, 1976). Plusieurs études

¹⁸ Les auteurs ont constitué deux sous-échantillons : un contenant les propositions avec des CARs (*Cumulative Abnormal Returns*) positifs, l'autre avec des CARs négatifs.

académiques, telle que Jensen ET Murphy(1990b), ont argumenté que les dirigeants adaptent leurs comportements, politiques et décisions en fonction du système d'incitation que les actionnaires leurs ont fixé.

4.1. La nécessité d'un système d'incitation des dirigeants des institutions financières

Coffee (1991) a argumenté que le système de rémunération et d'incitation de ces derniers n'est pas conçu de façon à les encourager à contrôler les firmes de leurs portefeuilles. L'auteur refuse la thèse qui impute la passivité des investisseurs institutionnels à la sur-réglementation. Il pense au contraire que la non-participation des investisseurs institutionnels dans le système de contrôle des firmes revient pour l'essentiel à l'insuffisance de l'incitation de ces derniers à exercer le contrôle des dirigeants. L'auteur soulève le problème de la responsabilisation des investisseurs institutionnels.

Selon l'auteur, les mêmes problèmes d'agence se trouvent au niveau des investisseurs institutionnels qu'au niveau des firmes. Les gestionnaires de fonds sont moins responsables à l'égard de leurs actionnaires et de leurs clients que les dirigeants des entreprises à l'égard de leurs actionnaires. Les mécanismes habituels de contrôle des dirigeants des firmes sont généralement absents au niveau des investisseurs institutionnels. Alors que les dirigeants des firmes sont soumis aux menaces disciplinaires des opérations de prises de contrôle, batailles de procuration et d'autres mécanismes de contrôle, les dirigeants de la plupart des institutions financières en se sont épargnés.

4.2. Modes de rémunération et comportement de contrôle des dirigeants

Smith et Watts(1983)¹⁹ identifient trois principaux modes de rémunération : ceux qui sont indépendants de la performance réalisée (salaires, retraites et assurance - vie), ceux qui sont fonction de la performance, évaluée à partir des cours boursiers (attribution d'actions aux dirigeants et stock - options) et enfin, ceux qui dépendent des mesures comptables de la performance (bonus,...).

¹⁹ Smith C. V. et Watts R. (1983), « The structure of executive compensation contracts and the control for management », papier de travail, Université de Rochester.

Selon Charreaux (1996), une rémunération fixe, si elle est renégociée régulièrement, permet de résoudre la plupart des conflits. Néanmoins, la fixité présente certains inconvénients. Le dirigeant sera incité à limiter la variance des résultats et le recours à l'endettement qui accroît les sorties fixes de liquidités ; toutes choses égales par ailleurs, il en résultera une politique d'investissement plus prudente. Par analogie on peut dire qu'une rémunération fixe incite les gérants de fonds à poursuivre une politique purement financière, à diversifier davantage leurs portefeuilles, à investir dans des valeurs à revenu fixe et dans des indices.

Les modes de rémunération qui s'appuient sur un intéressement au capital sont censés pallier les inconvénients d'une rémunération fixe. La contrainte d'horizon ne joue plus puisqu'en tant qu'actionnaire, le dirigeant profitera du supplément de valeur dégagée. Le recours aux options conduit le dirigeant à opter pour une politique d'investissement plus risquée²⁰. La prise de risque implique, chez les investisseurs institutionnels, la concentration de capital dans un nombre restreint d'entreprises plus le contrôle ferme de l'activité des dirigeants des firmes dans lesquelles ils ont investi.

Enfin, les systèmes d'intéressement de court terme, fondés sur des mesures comptables ou la performance boursière annuelle ou trimestrielle, incitent les dirigeants à gérer leurs entreprises sur le court terme. Les gérants de fonds ayant leur rémunération liée à la valeur boursière annuelle ou trimestrielle du portefeuille qu'ils gèrent suivent généralement une politique d'investissement purement financière caractérisée par le rééquilibrage permanent de leurs portefeuilles pour se débarrasser constamment des valeurs les moins performantes en vue de valoriser leurs portefeuilles et maximiser leur rémunération.

4. 3. Les gestionnaires de fonds sont évalués sur le court terme

Les gérants de fonds sont souvent évalués sur la base des indicateurs de court terme. Ils n'ont pas suffisamment le temps pour gérer leur portefeuille de façon optimale. Comme l'a noté Shiller (1992)²¹, certains gérants de fonds sont évalués selon la règle dites 12/24. Selon cette règle, les gérants de fonds qui réalisent une performance de moins de 12% par rapport à

²⁰ Pour une étude approfondie de l'incidence des *stock - options*, lire Desbrières (1991).

²¹ Shiller R. J. (1992), « who's minding the store ? » In the report of the twentieth century fund task force on market speculation and corporate governance. New York : twentieth century fund press.

l'indice S&P 500²², pendant une période de 24 mois, sont révoqués. Aussi, selon une étude, citée par Coffee(1991), sur les fonds de pension et les gestionnaires de fonds, 90% de l'échantillon révisent ou contrôlent la performance de leurs gestionnaires externes de fonds trimestriellement. Seulement 5.6% se base sur un contrôle semestriel de performance, et 3% font un contrôle annuel. Quant à CalPERS, il procède à une évaluation mensuelle de ses gestionnaires de fonds²³.

L'évaluation des gérants de fonds sur le court terme empêche ces derniers à envisager des actions de contrôle nécessitant des coûts immédiats et dont les résultats n'apparaissent que sur long terme.

4. 4. Les gestionnaires de fonds sont évalués sur une base comparative

En Australie, en Grande Bretagne, aux Etats-Unis et dans plusieurs autres pays d'ailleurs, la performance des gérants de fonds est mesurée en terme relatif et non absolu (Stapledon, 1996). En fait, les conseillers des plus grandes institutions financières sont des sociétés actuaires qui publient des listes des gestionnaires de fonds allant des plus performants aux moins performants. Il s'en suit que les derniers de la liste risquent de perdre des clients ou risquent même leurs postes. Lorsque les *trusts* ou les *fiducies* gèrent uniquement des valeurs domestiques, leur performance est évaluée en comparaison à l'indice ou les indices boursiers du pays en question.

L'évaluation basée sur la comparaison entre les gérants de fonds crée un climat de concurrence entre les différents opérateurs. Le contrôle, dans ce cas, n'aura lieu que lorsqu'il profite à son initiateur plus qu'aux concurrents.

Les gérants de fonds comparent le poids x_i d'une valeur i dans leurs portefeuilles par rapport au poids m de cette même valeur i dans l'indice du marché. Si x_i est égale ou bien proche de m_i alors une intervention de contrôle profiterait à tout le marché. Dans ce cas, le contrôle n'aura aucun intérêt si on considère que les gérants de fonds veulent chacun gagner plus de clients en se distinguant par rapport aux autres par la réalisation d'une meilleure performance (Rock, 1991).

²² S&P 500 : l'indice *Standard and Poors*, il regroupe les 500 plus grandes entreprises de la bourse de New York : *New York Stock Exchange*.

²³ Cette information provient d'une émission de télévision « Capital » diffusée par la télévision française sur la chaîne M6, le dimanche 21 novembre 1999 à 20 h et 50 min.

En réalité, puisque la rémunération des dirigeants de fonds est souvent liée à la valeur du portefeuille qu'ils gèrent, il est avantageux d'entreprendre une action de contrôle même si elle profitait aussi aux concurrents. Toutefois, lorsque $x_i \leq m_i$, il n'est pas rationnel d'entreprendre une action de contrôle qui profiterait plus aux gérants de fonds détenant $x_i \geq m_i$ ²⁴ parce que ce cas l'amélioration de la rémunération suite à une intervention de contrôle sera moins que compensée par le coût engendré par l'amélioration de la performance des concurrents qui ont probablement engagé aucun coût. L'abstention des fonds à contrôler les firmes de leurs portefeuilles lorsque $x_i \leq m_i$ a été confirmé par des interviews effectuées par Coffee (1991) et Stapledon (1996) sur le contexte britannique. Par contre, lorsque $x_i \geq m_i$, le gérant de fonds sera incité à engager une intervention de contrôle de la firme i même si les gains résultant de son intervention reviendront en partie à ceux détenant $x_i \leq m_i$.

La façon dont les gestionnaires de fonds sont évalués (sur une base comparative et non absolue) contribue à inciter ces derniers à contrôler les firmes de leurs portefeuilles moins que l'optimum du point de vue de leurs clients.

Conclusion générale

Compte tenu des facteurs qui viennent d'être déceler, les caractéristiques du capitalisme financier français favorise bien la passivité des investisseurs institutionnels. En effet, outre les contraintes légales, le capitalisme français est caractérisé par le verrouillage de capital, le croisement des participations..., choses qui rendent les entreprises de plus en plus dépendantes l'une de l'autre. Toutes les conditions se sont donc réunies pour que les institutionnels français demeurent des actionnaires passifs qui se contentent soit de la sortie de capital en cas d'insatisfaction, soit du soutien des dirigeants en place en votant en leur faveur pour sauvegarder leurs relations d'affaires avec eux. Les seuls acteurs susceptibles de jouer un rôle important dans le système de gouvernement des firmes françaises semblent être les investisseurs anglo-saxons,

²⁴ Voir Stapledon G. P. (1996), *Institutional Shareholders and Corporate Governance*, Clarendon Press, Oxford. Selon l'auteur théoriquement et indépendamment de l'augmentation de rémunération qu'une intervention de contrôle peut engendrer, seul le gérant de fonds ayant le poids le plus important dans la firme entreprendrait une action de contrôle.

notamment les fonds de pension et les fonds d'investissement qui sont des actionnaires indépendants naturels. Le cas récent du groupe André en est un exemple.

Notons enfin que ces assertions restent des conclusions théoriques pures. Il serait intéressant de tester ces hypothèses sur le contexte français. Cela pourrait être fait au moyen d'étude de cas « multi-sites ». Les cas à étudier peuvent être des entreprises qui ont connu soit une situation d'activisme, soit une situation de passivité ou tout simplement un événement ou une décision stratégique qui a suscité une réaction de la part des actionnaires. Sur la base des interviews et des entretiens avec les institutionnels, actionnaires des sociétés que nous allons étudier nous pourrions apprécier leurs comportements de contrôle. Puis compte tenu des caractéristiques des institutionnels (système de rémunération...), de leurs interactions avec d'autres institutionnels et des relations qu'ils ont avec les firmes de leurs portefeuilles, il serait possible de vérifier si les facteurs présumés déterminants de la passivité des institutionnels expliquent effectivement leur comportement de contrôle. La multiplication des sites des cas nous permettrait de voir s'il y a répllication c'est à dire si les hypothèses sont confirmées dans les autres sites et si une généralisation analytique de nos propositions est possible. Ce travail constitue un de nos futurs projets de recherche.

Bibliographie

Agrawal.A et Mandelker.G.N (1994), Institutional investors, takeover defences and success of hostile takeover bids, *The quarterly journal of economics and finance*, Vol. 34, p 387-402.

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

Black B. S. (1992a), « Agents watching agents : the promise of institutional investor voice ». *UCLA Law Review*. n°39. P. 811-893.

Blair M. M. (1995), « Ownership and control : rethinking corporate governance for the twenty first century ». Washington, D. C. : The Brookings Institution.

Brickely.J.A, Lease.R.C et Smith.C.W(1988), Ownership structure and voting on antitakeover amendments, *Journal of financial economics*, N°20, p 267-291.

Charreaux G. (1996), « Le gouvernement d'entreprise, corporate governance, théories et faits », *Economica*.

Coase R. H. , 1960, « The problem of social cost », *Journal of Law and Economics*, 3, October, p. 1-44.

Demsetz, H. The structure of ownership and the theory of the firm. *The journal of law and economics*, june 1983, vol. XXVI, p. 375-393.

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

Gilson.R.G et Kraakman.R(1991), « Reinventing the outside director : an agenda for institutional investors », *Standford law review*, N°4, p 863-901.

Heard.J.E(1987), Pension funds and contests for corporate control, *California management review*, Vol. 29, N°2p 89-100.

Jensen M. C. (1993b), « The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems », *Journal of Finance*, 48, n°3, July, p. 831-880.

Jensen M. C. et Murphy K. J. (1990), « Performance pay and top-management incentives », *Journal of Political Economy*, 98, n°2, p. 225-264.

Maati J. (1999), *Le gouvernement d'entreprise*, éd. Boeck université

Milgrom P. et Roberts J. (1992), « Economics, organization and management ». Englewood cliffs, NJ : Prentice Hall.

Rock E.B. (1991), The logic and (uncertain) significance of institutional shareholder activism, *Georgetown Law Journal*, n°79, p 445.

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

Romieu.N et Sassenou.N(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.

Rouby Ravera E.(1998), Contribution à une relecture de la théorie de l'agence : une approche relationnelle du contrôle des dirigeants des grandes sociétés par actions, thèse de doctorat, janvier, université de Nice.

Rubach J. M.(1997), The changing face of corporate ownership : Do institutional owners affect firm performance ?, The Graduate College at the university of Nebraska, Thèse de doctorat.

Rubach M. J. (1997), « The changing face of corporate ownership : do institutional owners affect firm performance ? » Dissertation, octobre, Université de Lincoln Nebraska.

Shiller R. J. (1992), « who's minding the store ? » In the report of the twentieth century fund task force on market speculation and corporate governance. New York : twentieth century fund press.

Shleifer A. et Vishny R. W. (1986), Large shareholders and corporate control, Journal of Political Economy, Vol 94, n°3, p. 461-483.

Smith C. V. et Watts R. (1983), « The structure of executive compensation contracts and the control for management », papier de travail, Université de Rochester.

Stapledon G. P. (1996), Disincentives to activism by institutional investors in listed australian companies, Sydney Law Review, n°18, p 152192.

Stapledon, G. P. (1991), « The structure of share ownership and control : the potential for institutional activism ». UNSW law journal, vol.18, n°8, p.250-277.

Sykes A. (1994), « Proposals for a reformed system of corporate governance to achieve internationally competitive long-term performance », in Dimsdale

N. H. et Prevezer. M. (eds) (1994), Capital market and corporate governance, p. 111.

Useem M. (1996), « Investor Capitalism : how money managers are changing the face of corporate america ». New York : Basic Books.

Wolfesberger A. (1995), Economie publique, puf, Thémis économie, p. 58.