

The Emperor's nightingale

restoring the integrity of the corporation

ÉDITIONS CAPSTONE, MARS 1998

avec le commentaire de

Jean-Florent Rérolle

Associé Ernst & Young, département Corporate Finance, Maître de conférence à HEC, diplômé de l'IEP Paris et de l'ISA (MBA HEC).

IDÉES-CLÉS ...

◆ La science de la complexité ouvre de nouvelles perspectives.

L'analyse des entreprises et du système économique mondial sous l'angle de la théorie des systèmes complexes adaptatifs permet de mieux comprendre la logique économique ainsi que les interactions entre les entreprises, leurs clients, les actionnaires et les gouvernements.

◆ Les facteurs clés de succès des entreprises vont changer avec l'apparition du capitalisme fiduciaire.

Un management d'entreprise sous la direction d'actionnaires engagés

et suivant les standards fixés par des régulations gouvernementales engendrera à long terme une valeur supérieure à celle dégagée par la simple recherche de maximisation du profit à court terme.

◆ L'apparition du nouveau système s'appuie sur les actionnaires.

Les fonds de pension privés sont potentiellement les acteurs les mieux placés pour être les agents du changement de perspective de l'économie, par leur prise en compte du long terme et par la diffusion de nouvelles valeurs auprès des gouvernements.

de Robert A.G. Monks

Robert A. G. Monks est le président fondateur de LENS, une société de conseil qui étudie spécifiquement le rôle joué par les actionnaires dans l'amélioration des performances d'entreprises en mal de rentabilité. Dans son précédent ouvrage «Watching the watchers» (Blackwell, 1996) en collaboration avec Nell Minow, il explorait déjà l'émergence du capitalisme fiduciaire. Ses recherches l'ont dans un même temps amené à s'intéresser aux théories scientifiques de la complexité qu'il transpose au fonctionnement de l'économie et des entreprises.



LES MOTS DES AUTEURS

«Les entreprises sont des systèmes ayant leur logique propre et qui peuvent soit opprimer soit améliorer notre vie en société. C'est à nous en tant qu'individu que revient la décision de choisir le système dans lequel nous voulons vivre.»

«Le garant de la responsabilité des entreprises du siècle prochain devra être un acteur indépendant, informé, motivé et doté d'un pouvoir décisionnaire. Les fonds de pension privés ont potentiellement ces quatre qualités.»

«Il n'y a pas besoin de créer une législation particulière. Il suffit que le gouvernement reconnaisse officiellement et publiquement la valeur et la nécessité de l'implication des actionnaires.»

POUR EN SAVOIR PLUS...

«De la communication financière au marketing actionnarial», article de Jean-Florent Rérolle à paraître dans «Les Cahiers Ernst & Young» N°3, 1998.

«La création de valeur dans une économie connectée», article de Jean-Florent Rérolle paru dans «Analyse financière», novembre 1998.

LE RÉSUMÉ

Il y a 200 ans, le chantre du libéralisme, Adam Smith, tirait la sonnette d'alarme. La nouvelle structure juridique qui venait d'apparaître pour faciliter le développement des activités humaines – la société par actions – faisait peser pour lui une menace certaine sur la société de par sa souplesse d'utilisation et son potentiel de développement au regard des faibles contraintes qu'elle imposait en retour en matière de responsabilité personnelle. Forme dominante de l'économie mondiale et parfois d'une extrême complexité, il nous faut admettre aujourd'hui que l'entreprise moderne n'est ni une entité humaine ni une machine au service de l'homme mais un système propre dont les valeurs ne doivent pas nous dominer sous peine d'aliénation. La crise des systèmes de retraite et le développement consécutif de l'actionnariat individuel autour des fonds de pension pourrait être la voie du salut en faisant naître de nouvelles valeurs.

Les grandes entreprises, une menace pour la société

À l'heure où les entreprises dominant la vie moderne, leur tendance à s'organiser dans une perspective de court terme engendre des comportements irresponsables qui menacent la démocratie.

► **La compétition et la recherche de la maximisation du profit à court terme engendrent chez les entreprises des comportements anti-éthiques** (évasion fiscale, recours à des pratiques qui faussent le jeu de la concurrence, rétention d'informations d'intérêt général...). D'autre part, les entreprises ne se soucient pas de savoir si la maximisation du profit se fait au prix d'autres facteurs comme le bien-être des

générations futures. Certaines externalités* (dépenses médicales dues aux arrêts de travail, dégradation de l'environnement...) sur lesquelles repose également la marge d'augmentation de leurs gains ne sont quasiment jamais prises en compte par les entreprises dans leurs bilans d'activités. Ces aspects ne sont pourtant pas négligeables.

* ndlr : en jargon économique, il y a externalité quand les décisions d'un agent économique ont un impact (négatif ou positif) sur le bien-être des autres agents mais cet impact n'est pas pris en compte par le mécanisme des prix.

► Leur ingérence dans la vie politique est un autre aspect néfaste des grandes entreprises modernes sur la vie publique.

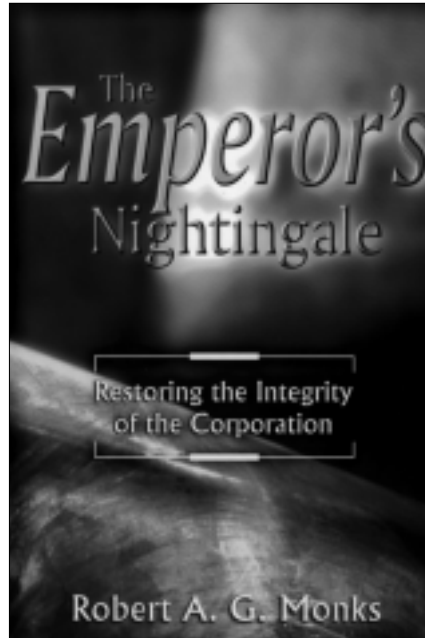
Pour augmenter leur marge de manœuvre dans le champ économique, elles cherchent continuellement à augmenter leur emprise sur le pouvoir politique. Pour cela, elles disposent d'un pouvoir financier colossal qui menace le bon exercice de la démocratie.

Le financement des partis lors des élections est devenu une forme courante d'implication des plus grandes compagnies américaines dans la vie publique en échange de la défense de leurs intérêts. Avec 729 749 dollars d'apport, Philip Morris a été un des plus gros bailleurs de fonds du parti Républicain américain début 1995. L'industrie du lobbying est ainsi devenue aux États-Unis une force toute puissante : 400 millions de dollars ont été dépensés pour influencer le gouvernement rien que sur le premier semestre 1996. Le nombre de lobbyistes par membre du Congrès américain est ainsi passé de 31 en 1964 à 125 en 1993.

Les entreprises sont douées dans l'art de la révision des réglementations : les multinationales du tabac ont réussi à négocier le paiement d'une somme fixe s'élevant à 370 millions de dollars valables pour l'indemnisa-

tion de toutes les plaintes passées, présentes et à venir déposées par des individus contre les méfaits du tabac. La difficulté du problème réside dans l'impossibilité de punir une entreprise autrement que par une amende ponctuelle. Dès lors, pour n'importe quelle organisation, la décision d'obéir ou non à la loi est le résultat d'un simple calcul coût / bénéfice.

► **En règle générale, les entreprises sont plutôt considérées comme responsables.** Divers acteurs sont censés garantir par leur existence leur bonne conduite : le PDG, véritable monarque éclairé ayant des pouvoirs étendus ; l'existence d'une charte d'entreprise (même si ce n'est pourtant souvent qu'une façon pour l'entreprise de choisir quelques aspects de sa responsabilité vis-à-vis du public, se dédouanant ainsi des autres aspects possibles que son rôle d'acteur économique pourrait lui imposer) ; les cadres supérieurs qui n'ont pas d'intérêts investis dans l'entreprise (mais le lien de subordination leur ôte leur indépendance) ; le Conseil d'Administration ; les experts indépendants ; la liberté des médias, encore qu'on puisse s'interroger sur la véritable marge de liberté dont dispose un magazine ou une chaîne de télévision dont les revenus



dépendent fortement des recettes publicitaires fournies par les services de communication des grandes entreprises...

La responsabilité d'un acteur sur le long terme requiert quatre conditions indispensables : être indépendant, être informé, être impliqué dans cette vision à long terme et avoir un pouvoir décisionnaire. Des trois acteurs de l'entreprise moderne – les managers, les dirigeants et les actionnaires –, aucun ne réunit à ce jour les quatre qualités identifiées ci-dessus. Mais, celui d'entre eux qui a le plus fort potentiel pour les développer est l'actionnaire.

L'actionnaire : un agent clé

L'entreprise est un système complexe adaptatif que l'actionnaire a le potentiel de faire évoluer vers une plus grande responsabilité vis-à-vis la société.

Cette hypothèse a pu être démontrée non seulement par des cas réels d'entreprises sous-performantes remises sur la voie de la croissance grâce à l'intervention des actionnaires, mais aussi de façon théorique par un jeu informatique modélisant les comportements des quatre agents impliqués dans la vie économique, à savoir les entreprises, les clients, les actionnaires et l'État.

Cette démonstration repose sur les concepts issus de la science de la complexité. L'hypothèse de départ est que l'entreprise est un système complexe adaptatif. L'entreprise n'est ni une entité humaine, ni une machine, mais un ensemble d'éléments interagissant et co-évoluant selon des règles mécaniques et dynamiques. Ce système a un objectif et une logique de développement propres, différents des objectifs de développement des éléments qui le composent. L'économie moderne est elle-même un système complexe adaptatif qui repose sur la dynamique de l'externalisation en interaction avec quatre agents que sont les entreprises, les clients, les actionnaires et le gouvernement.

Le programme informatique Brightline (voir encadrés pages 14 et 15) modélise les interactions entre ces quatre agents. Les entreprises sont en compétition pour accroître le nombre de leurs consommateurs et cherchent à diminuer leurs coûts et leur prix de vente. Les clients réagissent aux prix de vente et font

UN EXEMPLE PAR LA NÉGATIVE DE L'IMPORTANCE DES ACTIONNAIRES : LE DÉCLIN D'ATT

Conglomérat de télécommunications, ATT a subi de plein fouet la déréglementation imposée par le gouvernement fédéral américain. La fin de son monopole entraîne la répartition de son activité de services locaux de téléphone entre sept opérateurs régionaux. Fragilisée par des licenciements importants et des attaques de rachat, l'entreprise exsangue se sépare finalement d'autres branches prospères comme son activité d'équipementier téléphonique (Lucent). Aujourd'hui ATT s'est laissé distancer par ses concurrents. Malheureusement l'actionnariat de l'entreprise était éparpillé entre tant d'institutions que personne ne s'est préoccupé de la situation de l'entreprise au moment critique d'adaptation à la concurrence.

jouer la concurrence. Le gouvernement répercute les conséquences néfastes des externalités (voir définition page précédente) des entreprises et impose des pénalités (par exemple il peut taxer des entreprises polluantes). Les actionnaires, sensibles à la valeur de l'entreprise mais aussi aux conséquences sociales négatives de l'externalisation, peuvent s'impliquer dans la direction d'entreprise.

Le modèle mesure deux indicateurs : l'évolution du cash flow comme indice de performance à court terme et l'évolution du nombre cumulé de clients comme indice de la valeur à long terme de l'entreprise.

Après avoir fait tourner le modèle sur 300 cycles économiques, les résultats montrent que les entreprises qui ont privilégié le profit à court terme à un coût social élevé stagnent ou disparaissent : elles ne sont plus compétitives dans le nouvel environnement où les actionnaires influencent activement la vie de l'entreprise. Au contraire les entreprises qui ont adopté les nou-

veaux standards ont vu leur valeur à long terme augmenter considérablement et ont gagné le jeu.

Finalement le modèle démontre que la meilleure performance économique résulte de la combinaison de trois facteurs : un style de management agressif et volontaire ; un gouvernement actif fixant des normes réglementaires claires aux entreprises ; des actionnaires capables de veiller au respect de ces normes par les entreprises.

La naissance du «capitalisme fiduciaire»

Parmi les différentes catégories d'actionnaires, les fonds de pensions privés seront les agents clés du nouveau capitalisme sain et équilibré.

Dans la mise en place d'un nouveau système de régulation des actions des grandes entreprises, les actionnaires et particulièrement les investisseurs institutionnels sont les agents les plus prometteurs.

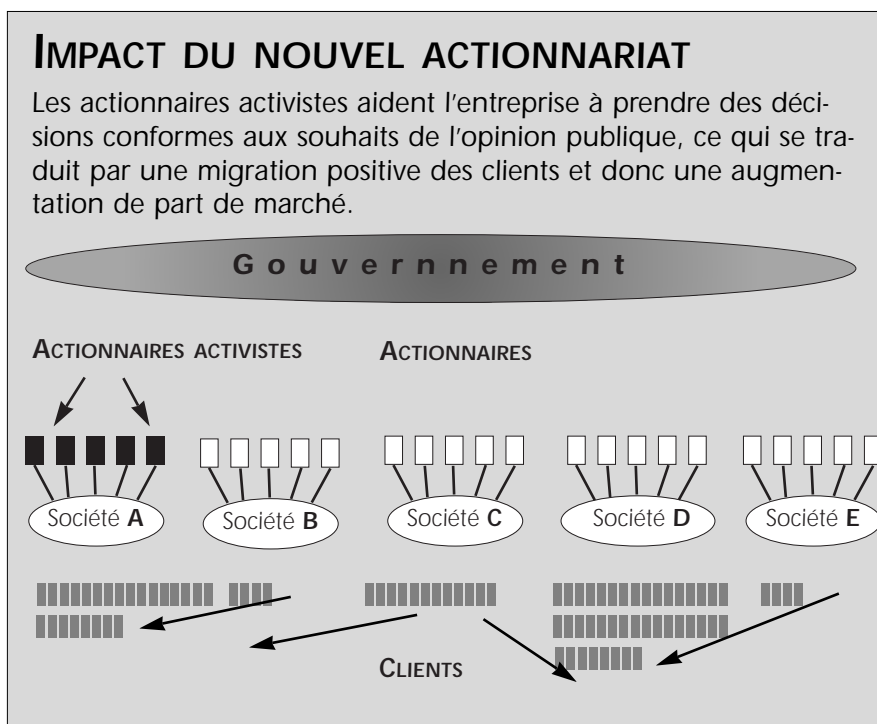
L'existence de fonds d'investissement assez puissants pour acquérir et contrôler une entreprise ou une industrie est une nouveauté qui va profondément modifier le système économique du siècle prochain.

Depuis la fin de la guerre froide et la fin du complexe militaro-industriel, le monde est entré dans une nouvelle ère : celle du commerce mondial. L'économie est devenue le nouveau champ de bataille où s'exercent les rivalités nationales et internationales. La multiplication d'entreprises multinationales dont la valeur peut atteindre le niveau du produit intérieur brut de certaines nations met en présence des forces d'une puissance jamais égalée et encore plus difficilement contrôlables que des armées.

► **Pour modeler le comportement des entreprises vers une plus grande responsabilité civique, nous devons passer d'un capitalisme de laisser-faire à un capitalisme fiduciaire reposant sur l'implication directe des actionnaires dans la direction des entreprises.**

Les investisseurs institutionnels sont devenus des acteurs incontournables de la vie des entreprises. Ils possèdent 57 % des valeurs totales des mille plus grandes entreprises américaines. Parmi eux, les fonds de pension, privés et publics, possèdent plus de la moitié de cette valeur (soit 30 % de la valeur totale des capitalisations des entreprises américaines, privées et publiques). Les fonds de pension représentent la moitié des actifs détenus par les investisseurs institutionnels (47,4 %), pour un montant de 4,35 milliards de dollars au deuxième trimestre 1996.

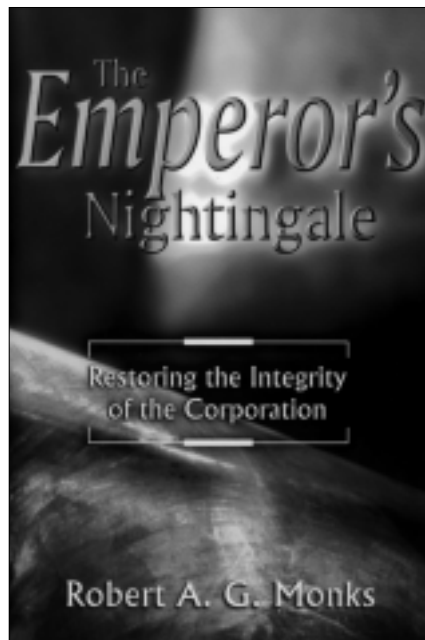
Une grande variété d'acteurs se cache derrière ce vocable commun d'investisseurs institutionnels : les fonds de pension publics, les fonds de pension privés, les sociétés de



conseil en portefeuille d'investissement, les mutuelles d'investissement, les compagnies d'assurance, les banques et les fondations d'entreprises ou d'institutions publiques telles les universités. Chacun de ces acteurs a développé des comportements internes différents, en particulier sur trois aspects : la manière de choisir leurs administrateurs, le montant de leur rémunération et le temps passé par ces administrateurs à gérer les investissements dont ils ont la charge.

Concernant le poids relatif de chacun de ces groupes d'investisseurs institutionnels, la répartition des actifs possédés et gérés met en lumière la position particulière des fonds de pension. En effet, alors que ce groupe est le plus important en termes d'actifs détenus, il n'est responsable de la gestion directe que de 20,7 % des actifs totaux détenus par les institutionnels. Cette tendance est encore plus forte si l'on examine uniquement les fonds de pension privés.

Cette situation s'explique par le fait que les fonds de pension délèguent le plus souvent la gestion de leurs actifs, principalement à des «money managers» c'est-à-dire des sociétés de conseil en gestion de portefeuille d'investissement. Ces sociétés sont rémunérées à un taux apparemment faible (1 % des actifs gérés) mais pouvant donner lieu à des profits considérables, d'autant plus qu'une fois qu'une société a réuni le personnel pour gérer 1 milliard de valeur d'actifs, le coût marginal pour la gestion d'actifs supplémentaires est virtuellement nul. Il est d'ailleurs surprenant que les administrateurs des fonds de pension n'aient pas encore tenté de renégocier les honoraires de ces sociétés en les indexant directement sur la valeur ajoutée qu'elles créent sur l'investissement dont elles ont la charge.



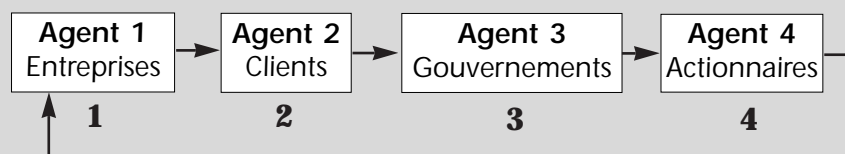
➤ **Compte tenu de l'examen des particularités des différents investisseurs institutionnels, la vision à long terme des fonds de pension et leur poids économique les destinent vraisemblablement à être les investisseurs institutionnels les mieux placés pour devenir ce nouveau type**

d'acteur dont a besoin le système économique pour évoluer.

Les fonds de pension privés, en particulier, sont les mieux placés dans cette évolution car ils ont la responsabilité d'assurer les retraites d'une masse identifiée, limitée et homogène de personnes. Leur impact sur la direction d'entreprise a d'ailleurs déjà commencé à se faire sentir comme le montre de nombreux exemples tel celui des frères Saatchi obligés de démissionner de la société portant leur nom sous la pression d'un fonds de pension ayant investi dans cette entreprise de communication.

Toutefois, pour incarner véritablement ce nouveau type d'actionnaire, soucieux de la durabilité de la croissance à long terme, les fonds de pension doivent développer des qualités supplémentaires. Ils doivent renforcer leur indépendance vis-à-vis des entreprises (des réglementations nationales données par le gouvernement seront nécessaires pour leur

LE PROJET BRIGHTLINE : MODÉLISATION DU SYSTÈME ÉCONOMIQUE



1 : Les entreprises fixent les prix en utilisant un degré plus ou moins élevé d'externalisation. Plus d'externalisation engendre un prix plus bas et plus attractif mais augmente l'exposition de l'entreprise à la réglementation, au dénigrement de l'opinion publique et éventuellement à l'activisme des actionnaires. Tandis que le potentiel de gains immédiats (mesuré par le nombre de clients) augmente à chaque cycle avec les prix bas, les effets de l'externalisation des coûts ont un impact cumulatif sur tous les cycles et affectent la valeur à long terme.

2 : Les clients répondent à chaque cycle aux nouveaux prix des entreprises en restant client ou en changeant de fournisseur. Le nombre de clients de chaque entreprise à chaque cycle donne la part de marché de l'entreprise. Le nombre de clients cumulés reflète la valeur à long terme de l'entreprise.

3 : Le gouvernement surveille les pratiques d'externalisation de toutes les entreprises et réagit en réglementant leur comportement. Alors que ces réglementations vont s'imposer à toutes les entreprises sans distinction, des pratiques extrêmes d'externalisation seront considérées comme une violation de la loi et déboucheront éventuellement sur des amendes dérivées à l'entreprise en faute.

4 : Les actionnaires réagissent en premier lieu aux performances des entreprises. Toutefois, ils sont sensibilisés à deux indicateurs : les amendes infligées par le gouvernement et l'impact social négatif des pratiques des entreprises. Un excès de l'un de ces deux indicateurs peut éventuellement les amener à devenir activistes et à intervenir auprès de l'entreprise.

apporter des garanties en contrepartie des risques associés à l'indépendance). Ils doivent éviter de céder à la seule optique du court terme dans la gestion des plans de retraite, de tomber dans la bureaucratie en gardant une taille «humaine» et, enfin, de se trouver dans des situations de conflits et d'investissements minoritaires dans lesquelles ils n'auraient aucun pouvoir d'influence. L'expérience montre que si ces conditions sont remplies, les investisseurs actionnaires peuvent avoir un réel impact positif sur la gestion des entreprises. Le cas de la société de conseil en gestion de portefeuille d'investissement LENS (ndlr : dont l'auteur du présent ouvrage est le PDG), laboratoire d'expérimentation du nouvel actionariat, le prouve.

Depuis 12 ans maintenant, cette entreprise a multiplié les investissements actifs de son capital et de celui de ses clients dans des sociétés sous-performantes. Elle a ainsi été impliquée dans nombre de très grandes entreprises américaines, d'American Express à Kodak en passant par Westinghouse. Ses très bons résultats financiers (rentabilité annuelle de 23,8 % supérieure à l'index Standard & Poor fixé à 19 %) confirment que l'implication des actionnaires est source d'améliorations des résultats des entreprises. Cette activité demande toutefois du temps et des personnes qualifiées, deux facteurs dont ne disposent pas la majorité des investisseurs institutionnels.

Le rôle du gouvernement est très important pour assurer l'indépendance des actionnaires. Tous les économistes sont d'accord sur ce point, le gouvernement doit fixer des normes réglementant les actions des entreprises et doit veiller à leur respect. Certains critiqueront cette thèse et la présenteront comme du socialisme rampant. Pourtant, la propriété engendre des droits mais aussi des devoirs : mettre les propriétaires devant leur responsabilité est la forme la plus pure du capitalisme.

D'autres protesteront en prétendant que les actionnaires n'ont ni l'envie ni les qualifications pour s'impliquer dans la direction des entreprises. Mais aujourd'hui la question ne se pose pas en ces termes.

Il s'agit plutôt de savoir si nous pouvons toujours nous permettre de vivre dans un système dans lequel les propriétaires ne sont pas responsables des actes de leurs propriétés.

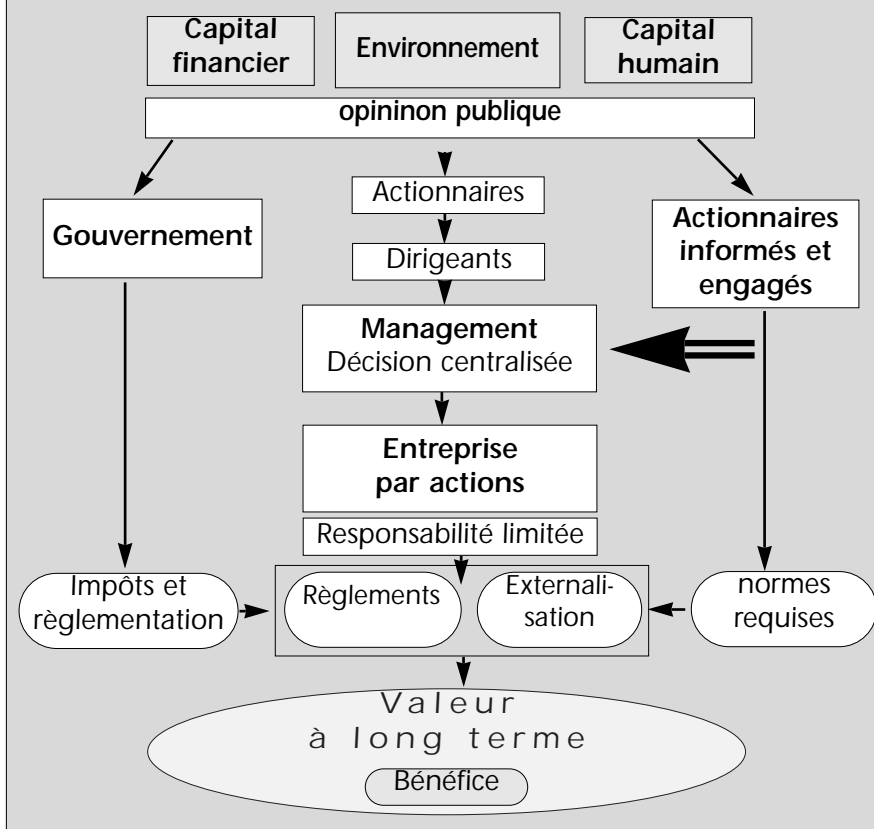
Créer un nouveau «langage»

Ces nouveaux actionnaires ne pourront véritablement jouer leur rôle que si l'environnement général laisse émerger trois nouvelles valeurs : respect de la loi, transparence de l'information et non-ingérence dans la vie politique.

Les nouveaux actionnaires capables de faire évoluer les comportements

LE NOUVEL ÉQUILIBRE ÉCONOMIQUE

L'apparition d'un nouvel acteur, l'actionnaire activiste et engagé, modifie l'équilibre des forces en présence et influence positivement les actions de l'entreprise par la prise en compte du long terme.



Les rubriques "Les idées-clés" et "Le résumé" reflètent le plus fidèlement possible les idées et le cheminement de la pensée de l'auteur de l'ouvrage original, sans interférence avec un quelconque avis critique. Ces rubriques, œuvres originales élaborées sous notre entière responsabilité, sont des résumés : il ne s'agit ni d'extraits ni de condensés de l'œuvre de Robert A.G. Monks. Nous vous conseillons la lecture de l'ouvrage original.

des entreprises doivent suivre quatre paramètres : l'universalité, une vision à long terme, un esprit global, et des valeurs qui s'inscrivent dans une perspective d'intérêt général.

► **Comment faire pour que ces actionnaires puissent communiquer avec le monde du management et des grandes entreprises qui ont développé leur propre langage ?** Réponse : développer un nouveau langage entre ces deux groupes d'acteurs. Celui-ci pourra émerger si les entreprises respectent trois impératifs indispensables : le respect de la loi, l'information du public sur l'impact de leurs actions sur la société et la réduction de leur ingérence dans la vie politique.

Trois solutions sont envisageables pour éradiquer l'habitude prise par les entreprises de raisonner selon un simple calcul coûts/bénéfices qui débouche souvent sur une violation des lois : diminuer le coût d'obligation à la loi (i.e. diminuer le coût des externalités comme le chômage pour que les entreprises puissent les comptabiliser), aug-

menter le coût dissuasif de non-respect de la loi par la fixation d'amendes élevées ou augmenter les incitations au respect de la loi.

Si la première solution paraît difficilement réalisable, les deux autres le sont facilement et sont du ressort des gouvernements et des citoyens. La troisième pourrait prendre la forme d'une exonération fiscale sur la base du respect de certaines normes. Ces lignes de conduite pourraient être une combinaison des propositions suivantes : contribuer aux fonds de pension pour un montant supérieur ou égal à 3 % de la masse salariale, consacrer un montant équivalent à 2 % de la masse salariale à des dépenses de formation et d'éducation, prévoir un système de redistribution des profits parmi tous les salariés...

L'information exhaustive du public pourrait faire partie intégrante des rapports annuels financiers et comptables. Elle requiert toutefois au préalable de se mettre d'accord et de développer un mode de calcul du coût des externalités et par exemple un ratio mesurant le

retour sur investissement social d'une entreprise. Même si ces propositions peuvent sembler fantaisistes, elles n'en sont pas moins sérieuses et d'actualité. Des sociétés comme Ben & Jerry ou The Body Shop se soucient déjà du rôle civil de leur entreprise et ont édité des bilans sociaux annuels d'activité.

La réduction de l'ingérence dans la vie politique, indispensable pour le bon fonctionnement de la démocratie, passera principalement par le contrôle des actionnaires et par la détermination de réglementations fixant les limites aux actions des entreprises.

Les trois valeurs indispensables à l'émergence d'un capitalisme équilibré et soucieux du bien-être général sont réalisables. Quand à savoir à quelle vitesse elles seront partagées par une majorité d'acteurs, c'est maintenant à vous de jouer, à vous en tant que manager d'entreprise, employé ou actionnaire.

d'après *The Emperors nightingale*, de Robert A.G. Monks, Capstone Publishers, mars 1998

Business Digest

22 résumés des meilleurs livres de management et de stratégie accompagnés d'une veille éditoriale mensuelle

66 résumés d'articles de la presse internationale du management

2 suppléments, "L'Etat de l'art", pour une réflexion approfondie sur les grandes tendances du management

1 service de renseignement bibliographique par téléphone

BULLETTIN D'ABONNEMENT

Oui,
Je m'abonne à **Business Digest** pour une période d'un an (11 numéros) au tarif de **3 300 F TTC***

- Je vous adresse mon règlement par chèque à l'ordre de Business Digest et je recevrai une facture acquittée par retour du courrier.
 Je vous règle à réception de facture.

SOCIÉTÉ : _____

EFFECTIF : <50 50-200 200-500 >500

SECTEUR D'ACTIVITÉ : _____

NOM : _____ PRÉNOM : _____

FONCTION : _____

ADRESSE : _____

CODE POSTAL : _____ VILLE : _____

TÉL. : _____ FAX : _____

E-MAIL : _____

*TVA (2,1 %). Tarifs groupés : nous consulter. La circulaire N°471 du 17 août 1989 vous permet de déduire votre abonnement des dépenses obligatoires en matière de Formation Professionnelle.

Business Digest 42, boulevard Jean Jaurès, 92110 Clichy
Tél. : 01 55 46 96 97 - Fax : 01 55 46 96 95 - E-mail : bdigest@easynet.fr

LE COMMENTAIRE

La thèse de l'auteur est simple : le pouvoir économique corrompt, le pouvoir économique absolu corrompt absolument. Pour caricaturale que soit la présentation, elle n'en est pas moins réelle. La volonté de puissance des grandes entreprises les conduit à s'immiscer dans la sphère politique. La recherche de résultats à court terme les pousse à créer des externalités négatives au mépris de l'avenir des générations futures. Ces comportements bien peu éthiques qui résultent de la nature «mécanique» de l'entreprise peuvent être néanmoins contenus en développant sa nature dynamique, en reconnaissant qu'elle fait partie d'un système dont les agents ont un rôle régulateur.

L'originalité de ce livre est de s'appuyer sur les sciences de la complexité pour montrer que les investisseurs professionnels sont des agents qui peuvent aider le système à trouver un équilibre entre la recherche du profit et le respect de ses responsabilités sociales. L'activisme des fonds de pension peut conduire les entreprises à respecter la législation, à fournir à la société une information plus transparente et à s'abstenir de toute immixtion dans le monde politique. Le gouvernement d'entreprise est donc la réponse aux excès du système capitaliste.

La position de l'auteur est paradoxale. En effet, la montée en puissance des fonds de pension, le développement stupéfiant des marchés financiers, et la réapparition de la valeur actionnariale comme indicateur essentiel de la gestion des entreprises sont généralement analysés comme autant de facteurs négatifs pour la société. Pire, on les rend responsables



**par Jean-Florent
Rérolle**

Associé Ernst & Young,
département Corporate
Finance

de graves déstabilisations économiques : la puissance des investisseurs pourrait affecter l'avenir d'une entreprise, ou même celui de pays tout entier.

Cependant, cette interprétation relève davantage des fantasmes des observateurs que de l'observation des faits. La volatilité financière n'est que le reflet des incertitudes et des déséquilibres de l'économie réelle. Depuis longtemps, on sait que les grands investisseurs se comportent rationnellement. La phobie du court terme est plus l'apanage des Directions générales que des actionnaires, et ceux-ci savent se montrer fidèles avec les entreprises qui créent des avantages compétitifs sur le long terme.

Une étude conduite récemment par Ernst & Young aux Etats-Unis a pu montrer que 35% des décisions d'investissement étaient basées sur des indicateurs non

financiers. Les plus déterminants concernent l'exécution de la stratégie (l'entreprise est-elle capable d'appliquer sa stratégie, quelle qu'elle soit ?), la crédibilité du management, la qualité de la stratégie, la capacité d'innovation, la capacité d'attirer et de garder des collaborateurs de talent, ... : les investisseurs s'intéressent avant tout au long terme.

De ce point de vue, ils sont probablement les mieux placés pour intégrer dans leur raisonnements des considérations morales ou éthiques, et agir en conséquence. Déjà, l'importance reconnue à la gestion du savoir, au capital intellectuel et humain sont des éléments encourageants. On sait à présent que la mode du reengineering n'a pas eu les effets escomptés, et que la création de richesse passe par la croissance et non l'anorexie. Certains investisseurs vont plus loin en intégrant dans leur réflexions ou leurs choix des préoccupations sociales ou sociétales (défense de l'environnement, des minorités, ...).

Mais peut-on aller vraiment beaucoup plus loin ? Ces nobles comportements sont étroitement liés aux individus qui dirigent ces fonds, et il est utopique de penser qu'ils puissent être généralisés à l'ensemble de leurs congénères. En tout cas, faire reposer l'avenir du système sur cette idée semble relever de l'angélisme le plus pur. En réalité, il appartient à chacun, investisseur, dirigeant ou salarié d'adopter un comportement civique. Certes, l'entreprise est un système, mais elle est elle-même composée de sous-systèmes. La régulation de l'ensemble dépend avant tout de celle de ses parties.

Jean-Florent RÉROLLE