

INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS, RELATIONS COMMERCIALES ET D’AFFAIRES ET CONTRÔLE : CAS DE LA FRANCE

Noura Ben Mbarek

Al Imam Mohammad Ibn Saud Islamic University

Résumé : Malgré l’augmentation de leur pouvoir capitalistique, puissance et accès facile à l’information privée, les investisseurs institutionnels n’exercent pas systématiquement un contrôle actif des entreprises. Les liens commerciaux et d’affaires qu’ils peuvent entretenir avec les entreprises les empêchent d’avoir un comportement de contrôle actif. Cette étude, basée sur des entrevues et une enquête par questionnaire, montre qu’effectivement les relations commerciales et d’affaires que certaines institutions ont avec les entreprises continuent à freiner l’activisme actionnarial en France. De même les institutions financières entretenant plus de relations commerciales et d’affaires avec les firmes de leurs portefeuilles sont moins actives que celles ayant moins de liens de ce genre.

Mots clés : Investisseurs institutionnels, Relations commerciales et d’affaires, Conflits d’intérêts, Contrôle.

Abstract: Despite the increase of their equity ownership, their power and easy access to private information, institutional investors do not exercise systematically active control of companies. Trade and business links they may have with companies can prevent them from having active control behavior and encourage them to remain passive. This study which is based on interviews and a questionnaire shows that indeed trade and business relations continue to curb shareholder activism in France. Our study also shows that financial institutions maintaining business relationships with firms in their portfolios are less active than those with less such links.

Keywords: Institutional investors, Trade and business relationships, Conflicts of interest, Control

Introduction

Partout dans le monde, on a assisté depuis ces deux dernières décennies, à une croissance rapide des investisseurs institutionnels et une augmentation concomitante de leurs avoirs en actions des sociétés. Puisque les investisseurs institutionnels détiennent une expertise et une envergure économique supérieures à celles de la plupart des épargnants individuels, cette transformation de la composition de l’actionnariat laisse sous entendre une meilleure surveillance des firmes. Ces organismes puissants, prestigieux et ayant un accès privilégié à l’information privée peuvent contribuer à une surveillance plus efficace des entreprises.

Toutefois, le pouvoir que les institutionnels ont du fait de l'importance de leurs détentions en capital peut être atténué du fait des liens qu'ils peuvent entretenir avec les entreprises de leurs portefeuilles. En effet, outre les relations de capital, il est tout à fait possible que d'autres relations puissent exister entre les institutions financières et les entreprises ou entre leurs dirigeants. Rouby Ravera (1998) a montré que souvent, les actionnaires personnes morales entretiennent un lien avec l'entreprise au capital de laquelle ils participent. Par exemple, une compagnie d'assurance peut être actionnaire d'une firme qui lui est, au même temps, son premier assureur. Aussi, une participation au capital d'une entreprise peut, par exemple, être assortie d'une garantie de non-agression ou être le versant de coopération opérationnelle.

Ces relations peuvent avoir un impact sur le comportement et le rôle de contrôle des institutionnels en tant qu'actionnaires (Heard et Sherman, 1987). Elles sont sources de dépendance et de conflits d'intérêts et peuvent contraindre les institutionnels à soutenir et conforter les dirigeants des entreprises pour sauvegarder et entretenir les relations qu'ils ont avec eux. Ils peuvent de ce fait atténuer voire neutraliser le pouvoir du contrôle des institutionnels (Sahut et Gharbi, 2011).

Dans cet article nous allons nous intéresser à l'étude de la nature de ces liens ainsi que leur influence sur le comportement de contrôle des investisseurs institutionnels. Nous allons tout d'abord présenter une critique de la théorie de l'agence qui, malgré sa pertinence dans l'explication des relations actionnaires – dirigeants, a omis cet aspect de la réalité relatif à la possibilité de l'existence des liens, entre les mandants et les mandataires, susceptibles d'atténuer l'incitation des premiers à contrôler les derniers. Ensuite, nous analyserons l'implication des liens commerciaux et d'affaires en terme de contrôle. Nous exposerons après les résultats des principales études qui se sont intéressées à ce sujet. Nous finirons par présenter une étude empirique réalisée sur le contexte français et qui tente d'analyser l'impact des relations commerciales et d'affaires que les institutionnels entretiennent avec les firmes de leurs portefeuilles sur le comportement de contrôle des ces derniers.

1 Critique de la théorie de l'agence

La théorie de l'agence a permis une meilleure compréhension des relations entre 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 (Charreaux, 2000). Cependant, on lui reproche souvent la non-prise en compte de la possibilité de l'existence des relations de dépendance entre les différents cocontractants. Ces liens sont, pourtant, déterminants de l'incitation des mandataires dans le contrôle de leurs mandants.

1.1 La négligence de la dimension relationnelle

Le discours de l'agence rend insuffisamment compte d'une dimension essentielle du contrôle managérial (Rouby Ravera, 1998, Ben Mbarek, 2003). Cette dimension consiste dans la relation au dirigeant, c'est à dire la relation qui est nouée entre le 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.

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). 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 atomistique de la théorie de l'agence n'est pas l'unique interface entre un contrôleur et un contrôlé car, comme nous venons de le préciser, 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 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 sont spécifiques aux individus ou aux organisations qu'elles réunissent.

De ce point de vue, 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 qui font sens à l'intérieur d'un espace de relations pertinent pour le contrôleur.

Rouby Ravera (1998) 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. L'auteur s'est intéressé à ce dernier facteur et a étudié l'influence des liens humains sur la relation entre dirigeant et celui qui est censé le contrôler¹. Toutefois, nous envisagerons ici les relations commerciales et d'affaires.

1. 2 Les droits de propriétés s'exercent pour s'aligner comme pour s'opposer aux dirigeants

La propriété représente une source de pouvoir qui peut être utilisée pour s'opposer comme pour s'aligner aux dirigeants en place. Le détenteur des droits de propriété est tout à fait libre dans l'exercice de ses droits (Salancik et Pfeffer, 1980). Les institutionnels indépendants peuvent utiliser ce pouvoir pour s'opposer aux préférences managériales concernant, par exemple, les composantes de leurs rémunérations ou les pratiques de gestion en général. Au contraire, les investisseurs institutionnels dépendants, essayent de conforter les dirigeants pour sauvegarder les relations qu'ils ont avec eux. Assaf et Yishay (2010) ont montré

¹ L'étude empirique de Rouby Ravera (1998) consiste à reconnaître les éléments qui font la parenté du dirigeant vis-à-vis des personnes qui sont censées le contrôler. L'auteur considère la reconnaissance des liens originaux entre le contrôleur et le contrôlé comme un état transitoire d'une recherche plus globale. Cette recherche plus globale visera à renouveler une façon traditionnelle d'aborder la question du contrôle managérial.

empiriquement que les investisseurs institutionnels affiliés à une entreprise ou à un groupe d'affaires sont plus enclins à soutenir les propositions des dirigeants que ceux qui sont autonomes ou indépendants. De ce fait, l'actionnariat des investisseurs institutionnels ne signifie pas la discipline systématique des dirigeants des entreprises. L'étude de la nature des relations que les institutionnels ont avec les firmes de leurs portefeuilles et avec leurs dirigeants permet une meilleure compréhension de leur comportement et rôle de contrôle.

2 Implications des relations commerciales et d'affaires en terme de contrôle

Un rapport de contrôle existe via plusieurs dimensions. Cela signifie qu'il peut se trouver au carrefour de plusieurs domaines tels que par exemple celui de l'économie, du social et de l'individuel. Les relations de dépendance peuvent prendre la forme de liens financiers et de capital (par exemple participations croisées directes ou indirectes², de l'autocontrôle³, des arrangements financiers d'actionnariats stables etc), des relations commerciales et d'affaires, des liens humains ou simplement des liens hiérarchiques où le contrôleur se trouve en subordination par rapport au contrôlé. Dans cet article, nous allons nous concentrer sur les relations commerciales et d'affaires qui peuvent exister entre les institutions financières et les entreprises de leurs portefeuilles.

En effet, il y a des scénarios dans lesquelles le contrôlé et le contrôleur sont tour à tour partenaires en affaires, le premier étant le client du second, le second, fournisseur du premier, qu'ils sont liés par une reconnaissance, le contrôleur étant redevable envers le contrôlé eu égard à un service que ce dernier lui a rendu.

Citons deux exemples des relations commerciales ou d'affaires, *commercial ties*, qui peuvent exister entre les investisseurs institutionnels et les firmes de leurs portefeuilles :

- Une compagnie d'assurance, en plus de son actionnariat dans la firme, elle peut lui être son premier assureur
- Les banques peuvent être prêteurs et créanciers des firmes dans lesquelles elles sont actionnaires.

Les institutionnels ayant des relations d'affaires avec les firmes de leurs portefeuilles, se trouvent confrontés à un dilemme. L'exercice du contrôle peut leur permettre d'améliorer la valeur de leurs détentions. Toutefois, un tel comportement peut leur coûter la perte ou la détérioration de leurs relations d'affaires ou commerciales avec les firmes en question. De ce fait, la perte due à la détérioration des relations entre la firme et l'investisseur peut être moins

² 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. Les liens financiers sont dits indirects dans le cas d'un échange de participations entre un groupe d'entreprise et une entreprise comme par exemple, dans le cas du Groupe Société Générale et Rhône – Poulenc.

³ 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.

que compensée par le rendement supplémentaire généré suite à l'intervention de contrôle. Pour ces institutions, une partie de leurs revenus dépend de l'existence et de l'entretien de ces relations. De ce point de vue, une intervention active de contrôle peut être à l'origine de la détérioration de leur rentabilité potentielle.

Le pouvoir de contrôle des institutionnels dépend, de ce fait, du degré de leur dépendance à l'égard des dirigeants des firmes de leurs portefeuilles. Plus les relations d'affaires qu'un investisseur institutionnel a avec les firmes du portefeuille sont importantes, moins celui-ci serait motivé à contrôler les dirigeants de ces firmes.

Pound (1988) a étudié l'influence de l'actionnariat des institutionnels ayant des relations d'affaires avec les dirigeants sur l'échec ou la réussite des sollicitations de procurations *proxy contests* par des investisseurs externes. L'auteur a montré empiriquement que plus l'actionnariat des institutionnels affiliés aux dirigeants augmente moins serait la probabilité de la réussite de l'opération. Selon l'auteur, les banques et les compagnies d'assurance, agissent face à un *proxy contest* de trois façons différentes :

- Elles vendent leurs parts pour ne pas participer au vote contre les dirigeants (c'est le vote par les pieds ou la règle de *Wall Street ou Wall Street Walk*).
- Elles votent pour les dirigeants parce qu'elles ont des relations d'affaires et stratégiques avec eux.
- Elles votent en faveur des dirigeants pour délimiter les conflits d'intérêt.

Heard et Sherman (1987) ont expliqué comment ces conflits d'intérêt sont utilisés par les dirigeants pour augmenter leur pouvoir et leur puissance. En fait, lorsque les dirigeants proposent des mesures anti-OPA, ils demandent aux actionnaires, avec qui ils ont des relations d'affaires, de soutenir leurs propositions. Puisque le système de vote n'est pas confidentiel, les actionnaires sont obligés de voter pour les propositions des dirigeants s'ils veulent sauvegarder les relations qu'ils ont avec eux. Selon l'étude de Heard et Sherman (1987), selon un banquier « *dans certaines situations, on est soumis à des menaces de la part des dirigeants. Ils nous menacent de changer de banque* ». Les auteurs ont proposé que l'instauration d'un système de vote confidentiel peut permettre aux actionnaires d'exercer librement leurs droits de vote sans pour autant perdre les relations d'affaires qu'ils ont avec les dirigeants.

Certains investisseurs institutionnels cherchent non seulement de maintenir leurs relations d'affaires avec les firmes de leurs portefeuilles mais aussi de développer la réputation de ne pas être un actionnaire actif « dérangeant ». Black (1991) et Pound (1988) argumentent que si les investisseurs institutionnels exercent leur pouvoir de contrôle sur les dirigeants, ils risqueront non seulement d'affecter voir perdre leurs relations d'affaires avec eux mais aussi de trouver des difficultés à créer de nouvelles relations avec d'autres partenaires. Le maintien d'une bonne réputation permet donc aux institutions financières d'éviter de chercher de nouveaux partenaires et de mettre en place des nouveaux contrats coûteux à rédiger et à faire respecter⁴. La vision d'une perte d'activités lucratives accompagnant l'acquisition d'une réputation d'activiste a de quoi freiner toute initiative de contrôle actif⁵.

⁴ Selon Robert Ellickson, dans les communautés stables, la nécessité de maintenir une bonne réputation avait plus de poids que les sanctions légales pour résoudre les conflits des communautés. Il n'y a pas d'exécution

3 Le comportement de contrôle des institutionnels ayant des relations commerciales et d'affaires avec les entreprises de leurs portefeuilles: résumé des principales études empiriques

Plusieurs études empiriques se sont intéressées à l'examen de l'impact de l'existence des liens de dépendance, entre les institutionnels et les dirigeants, sur le comportement de contrôle des premiers. La majorité de ces études rapportent que ces liens induisent la passivité des institutionnels.

Nous présentons, dans le tableau suivant, un résumé de ces études.

légale des règles de voisinage qui s'impose de par le seul souci des parties de maintenir une image de bonne réputation au sein de la communauté. Ellickson R. (1986). Of Coase and Cattle: Dispute Resolution Among Neighbors in Shasta Country. *Stanford Law Review* (38) : 623-87.

⁵ Il est à noter qu'un autre travers a été évoqué en Angleterre : la générosité des rémunérations que les dirigeants d'investisseurs institutionnels parvenaient à s'allouer, réalité faisant pencher la balance vers une attitude de complaisance plutôt que vers le souci de mener une critique constructive à l'égard du mode de rétribution des chefs d'entreprises du secteur industriel (voir, sur ce point, Riley B. (1995), *Red signal for the gravy train*, F.T., 27 avril, Survey on pension fund investment, V111).

Tableau n° 1 : résumé des principales études empiriques sur le comportement de contrôle des investisseurs institutionnels dépendants des dirigeants

Modèles Relation étudiée	Période et échantillon étudiés	Variables explicatives	Résultats
<p>Kochhar, David et Levitas (1998) Deux régressions simples avec variables dépendantes : 1- la rémunération totale des dirigeants. 2- La proportion des composantes de long terme par rapport à la rémunération totale.</p>	<p>125 entreprises américaines. Données relatives à la période 1990-1994.</p>	<p>Pour les deux régressions, les variables explicatives sont : - le % de capital détenu par des institutions financières résistantes aux pressions des dirigeants (fonds de pension publics, fonds mutuels, fondations) - le % de capital détenu par les institutionnels sensibles aux pressions des dirigeants (ayant des relations commerciales et d'affaires avec les dirigeants telle que les banques compagnies d'assurance, les trusts non bancaires) - le % de capital détenu par des institutionnels dont la sensibilité à l'égard les pressions des dirigeants est indéterminée. - D'autres variables de contrôle telle que l'actionnariat de détenteurs de blocs de contrôle, le risque et la taille de la firme, le cumul de mandat de président de conseil et de directeur général, l'âge de dirigeant, son ancienneté...</p>	<p>La première régression montre que l'actionnariat des institutionnels indépendants des dirigeants est corrélé négativement et significativement avec le niveau total de la rémunération des dirigeants. A l'inverse, les institutionnels dépendants des dirigeants ont une influence significativement positive sur le niveau total de la rémunération. La différence entre les deux coefficients relatifs aux institutionnels résistants et sensibles aux pressions des dirigeants est statistiquement significative. Cela montre que seuls les institutionnels indépendants des dirigeants s'opposent aux rémunérations élevées des dirigeants. Les institutionnels dépendants des dirigeants tolèrent des rémunérations élevées par crainte d'entrer dans des conflits avec les dirigeants. L'influence des deux catégories d'institutionnels sur la proportion des composantes de long terme dans la rémunération des dirigeants est positive. Toutefois, seule l'influence des institutionnels résistants aux pressions des dirigeants est statistiquement significative.</p>
<p>Eakins (1993) *Régression avec variable dépendante : Changement en pourcentage des détentions en actions des investisseurs institutionnels autour d'une opération de prise de contrôle.</p>	<p>1000 institutions financières actionnaires de 259 firmes ayant fait l'objet d'une opération de prise de contrôle entre 01/01/1985 et 31/12/1988, sur le marché financier britannique.</p>	<p>- variable dummy = 1 si l'institution financière n'a pas de liens de dépendance à l'égard des dirigeants et 0 dans le cas contraire. - Variable dummy = 1 si l'opération de prise de contrôle est hostile et 0 si elle est amicale.</p>	<p>Les résultats montrent qu'en général les investisseurs institutionnels indépendants ont une réaction plus importante que les institutionnels dépendants. Cette réaction dépend, toutefois, de la position des dirigeants (acceptation ou refus de l'opération). En effet, si les dirigeants acceptent l'opération de prise de contrôle, les investisseurs indépendants vendent 66% de leurs détentions pendant le trimestre de contestation. Si par contre les dirigeants refusent l'offre, les investisseurs indépendants ne vendent que 54% de leurs détentions. Les investisseurs dépendants vendent moins de titres.</p>

<p>Pound (1988) Régression LOGIT avec variable dépendante : la réussite d'une demande de procuration</p>	<p>100 batailles de procuration ayant pour but le contrôle de la firme et ayant lieu sur le marché américain entre 1981 et 1985.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - % de capital détenu par différents groupes d'investisseurs institutionnels. - % de capital détenu par l'initiateur de l'opération. - % de capital détenu par les dirigeants. - % de capital détenu par des investisseurs individuels (5% minimum). - Nombre d'actionnaires - Nombre de jours séparant l'annonce de la demande de procuration et le vote. 	<p>Les probabilités calculées par les régressions <i>LOGIT</i> montrent que plus la part de capital détenu par les banques et les assurances (ayant habituellement des relations d'affaires avec les dirigeants des entreprises de leurs portefeuilles) augmente, moins il y a de chance qu'une demande de procuration réussisse.</p>
<p>Bricklev, Lease et Smith (1988) <i>Première partie de l'étude:</i> Quatre régressions avec variables dépendantes: taux de participation au vote % de vote contre les propositions anti-OPA % de vote pour les propositions anti-OPA variable dummy =1 si la proposition est adoptée.</p>	<p>201 entreprises américaines ayant proposé 308 mesures anti-OPA en 1984.</p>	<p>Pour chacune des quatre régressions, les variables explicatives sont :</p> <ul style="list-style-type: none"> - % de capital détenu par les investisseurs institutionnels. - % de capital détenu par les dirigeants - % de capital détenu par les investisseurs individuels (5% min) n'ayant pas de relations avec les dirigeants. - Taille (logactif). - Var dummy =1, si la proposition consiste en l'émission du nouveau capital. 	<p>Les résultats confirment l'hypothèse de conflits d'intérêt selon laquelle les institutionnels soutiennent les dirigeants en place pour éviter des éventuels conflits avec eux. La probabilité de réussite d'une demande de procuration diminue lorsque le % de capital détenu par investisseurs institutionnels augmente.</p>
<p><i>Deuxième partie de l'étude :</i> Quatre régressions réalisées avec les mêmes variables dépendantes que dans la première partie de l'étude.</p>	<p>Même échantillon</p>	<p>Pour chacune des quatre régressions, les variables explicatives sont :</p> <ul style="list-style-type: none"> - % de capital détenu par les dirigeants - % de capital détenu par les investisseurs individuels (5% min) n'ayant pas de relations avec les dirigeants. - Taille (logactif). - Var dummy =1, si la proposition consiste en l'émission du nouveau capital. - % de capital détenu par les institutions affiliées aux dirigeants (banques, compagnies d'assurance, fonds de pension privés) - % de capital détenu par les institutions indépendantes des dirigeants (fonds de pensions publics, fonds mutuels, fondations) - % de capital détenu par des institutions ayant une attitude indéterminée à l'égard les pressions des dirigeants. 	<p>Le % de capital détenu par les investisseurs institutionnels est corrélé positivement au taux de participation au vote (t = 4,75) et au % de vote contre les propositions anti-OPA (t = 6).</p> <p>Les trois groupes d'investisseurs institutionnels votent de façons différentes. Les institutions indépendantes des dirigeants et celles ayant une attitude indéterminée votent contre les propositions anti-OPA. Les institutionnels dépendants des dirigeants votent pour ces propositions.</p>

4 Analyse empirique de l'impact des relations commerciales et d'affaires sur le système de contrôle de la firme

Pour analyser l'impact des liens commerciaux et d'affaires qui peuvent exister entre les entreprises et les actionnaires institutionnels sur le comportement de contrôle de ces derniers, nous avons opté pour une triangulation *between method* qui consiste à combiner deux méthodologies l'une qualitative et l'autre quantitative pour étudier un même phénomène. En effet, la multiplication des sources d'évidence permet la validation du construit (Yin, 1994). De même, en s'inscrivant dans la perspective de Grawitz (1996) pour qui les méthodes qualitatives et quantitatives se complètent et s'enrichissent mutuellement, notre démarche vise ainsi à enrichir un effort de compréhension détaillée du sujet par des analyses statistiques sur des données quantitatives. Les caractéristiques des deux études sont présentées dans le tableau suivant:

Tableau n°2 : caractéristiques de l'étude qualitative et de l'étude quantitative

	Etude qualitative	Etude quantitative
Méthodes de collecte des données	Entretiens semi – directifs	Questionnaires
Période de l'étude	2002	2002
Echantillons	17 institutions financières (6 sociétés d'assurance, 4 banques, 5 sociétés de gestion de portefeuilles et 2 organismes de placements collectifs en valeurs mobilières OPCVM)	93 institutions financières (comprend 22 sociétés d'assurance, 14 banques, 33 sociétés de gestion de portefeuilles et 24 OPCVM)
Méthodes d'analyse des données	Analyse du contenu des propos recueillis	Analyse typologique et test de comparaison des moyennes

4.1 Résultats de l'étude qualitative

Le désir de préserver les relations commerciales ou d'affaires avec certaines entreprises est un facteur que les investisseurs institutionnels ne peuvent ignorer et qui influence leur comportement de contrôle en tant qu'actionnaires. Selon l'enquête que nous avons menée, les compagnies d'assurance, les banques mais aussi les OPCVM et les SGP peuvent faire face à des conflits d'intérêts en raison des relations qu'ils entretiennent avec les entreprises en portefeuille.

Les banques et les assurances tendent à soutenir les équipes dirigeantes en place dès lors que leurs participations sont assorties d'intérêts commerciaux et d'affaires avec les entreprises en question. En effet, la plupart de nos répondants, responsables des banques et des assurances, affirment que lors des assemblées générales, ils votent toujours pour les propositions des dirigeants.

En réponse à une question visant à identifier les motifs pour lesquels ils ne s'opposent pas aux résolutions lors des assemblées générales, le responsable de la communication financière de

l'ASS2⁶ affirme : « Nous détenons une participation stratégique dans la société X. Il s'agit d'une participation stratégique car nous essayons à travers cette participation de consolider notre partenariat de distribution de produits d'assurance non vie via le réseau de cette société. Nous sommes donc actionnaire significatif de X et membre de son Groupe d'Actionnaires Partenaires (GAP). Pour les résolutions qui risquent de poser problème, elles font l'objet du consensus auprès de l'actionnaire significatif en amont. Les résolutions de l'assemblée générale passent au conseil d'administration précédent. Si la résolution en question pose problème, elle est bloquée lors du conseil d'administration. De manière générale, on vote toujours pour les résolutions proposées parce qu'elles reçoivent généralement notre consentement préalablement à l'assemblée générale».

Le maintien de bonnes relations d'affaires est particulièrement important dans le contexte français, où des liens étroits qu'on trouve encore au sein du milieu financier en raison de la concentration élevée du marché et de l'interconnexion qui existent encore entre certaines entreprises et des institutions financières. Appelés à évoluer dans cette communauté serrée, on comprend pourquoi les investisseurs institutionnels préfèrent agir dans un esprit de collaboration avec les entreprises ou intervenir de façon très discrète afin de ne pas heurter les firmes dans lesquelles ils investissent.

De même, les SGP ont à faire face à des conflits d'intérêts avec aussi bien leurs promoteurs que les entreprises de leurs portefeuilles. Certaines SGP affirment qu'ils reçoivent des consignes de vote de la part de leurs promoteurs concernant certaines participations stratégiques⁷.

Les propos de notre interlocuteur de la SGP2 confirment cela : « Nous gérons les participations stratégiques de la compagnie d'assurance X et ça nous est arrivé de recevoir des consignes de vote concernant certaines valeurs ». En 1994, la société PROXINVEST, cabinet de conseil en politique de vote, a mené une enquête auprès des gestionnaires de portefeuilles français, dans laquelle il apparaît que 40% d'entre eux reconnaissent avoir dû voter contre leur sensibilité naturelle.

Non seulement les gestionnaires de portefeuille doivent-ils agir de façon à ne pas se mettre à dos leurs clients actuels, mais ils doivent également éviter d'être perçus comme des « fauteurs de troubles » qui s'immiscent inopportunément dans les affaires des entreprises. Avec une telle réputation, les gestionnaires pourraient craindre une réticence des entreprises à leur confier la gestion de leurs portefeuilles.

⁶ Pour des raisons de confidentialité, nous n'allons pas évoquer les noms des institutions financières ayant participé à notre enquête mais on va utiliser des abréviations pour les désigner (ASS1 pour compagnie d'assurance1. SGP/ : société de gestion de portefeuille. BQ : banque, FCP : fond commun de placement)

⁷ Le métier de gérant de fonds en tant que tel est en effet beaucoup plus jeune que les pays anglo-saxons. Si ces derniers ont depuis longtemps gagné leur indépendance vis-à-vis des établissements bancaires (grâce notamment à *Glass Steagall Act*, qui oblige à séparer les activités de banque commerciale des activités de banque d'investissement), les gestionnaires français sont devenus autonomes très récemment, grâce à la loi de modernisation des activités financières (Directive sur les Services d'Investissement du 2 juillet 1996). Cette loi a entraîné la création dans la plupart des banques et compagnies d'assurance françaises de structures *ad hoc*. La passivité des gérants français s'explique, il y a encore quelques années, par leur proximité avec les banques. Il n'était pas rare que les pressions hiérarchiques guident le comportement en assemblée générale des gérants de fonds, sous prétexte que la banque dont ils dépendent entretenait par ailleurs des relations d'affaires avec la société.

Dans un contexte où ces investisseurs institutionnels sont en compétition, il peut être difficile pour un gestionnaire de s'opposer, en tant qu'actionnaire, aux politiques ou aux décisions d'une entreprise, si celle-ci lui délègue déjà la gestion de ses fonds.

Notre interlocuteur de SGP5 a fait d'ailleurs état d'une situation conflictuelle semblable à laquelle son institution a déjà été confrontée. Il a précisé que lors de l'assemblée générale de l'entreprise X, sa société a voté en faveur d'une résolution anti-OPA malgré le caractère controversé de la proposition, tout en soulignant que la firme X était l'un de ses clients. La vive concurrence qui existe au sein de l'industrie de la gestion de portefeuille peut expliquer la crainte des gestionnaires externes d'intervenir comme actionnaires des entreprises en portefeuille, dans la mesure où leur activisme serait susceptible de faire fuir des clients potentiels ou actuels parmi ces entreprises.

A partir des propos recueillis, il ressort que les relations commerciales et d'affaires que certaines institutions ont avec les entreprises de leurs portefeuilles freinent l'activisme actionnarial en France.

4. 2 Résultats de l'étude quantitative

Dans ce paragraphe, on se pose la question de savoir si les institutions qui ont des liens de dépendance avec les entreprises en portefeuille ont un comportement de contrôle passif par rapport aux institutions non affiliées aux firmes dont elles sont actionnaires.

- 1- Nous allons tenter de quantifier ou donner une mesure du comportement de contrôle des investisseurs institutionnels qui ont participé à l'enquête.
- 2- Nous allons tout d'abord tenter par le moyen de l'analyse hiérarchique, de créer deux groupes d'institutions qui ont des degrés de dépendance différents vis-à-vis des entreprises de leurs portefeuilles.
- 3- Nous procéderons, enfin, par des tests de comparaisons de moyennes pour voir si parmi les deux groupes définis dans l'étape précédente, celui qui a moins de relations d'affaires et commerciales avec les entreprises est plus actif que celui ayant moins de liens de ce genre.

4- 4. 2. 1 Mesure de la variable : comportement de contrôle des investisseurs institutionnels : COMP

Le tableau suivant résume les différentes variables de mesure du comportement de contrôle des investisseurs institutionnels. L'ensemble de ces variables se présente sous forme d'échelles d'attitude de Likert (1 à 5).

Tableau n°3: les variables caractérisant le comportement de contrôle des investisseurs institutionnels

Variables	Signification de la variable
EXIT	En cas de mécontentement, on vend la totalité ou une partie de nos détentions.
ASSEMBL	En cas de mécontentement, on attend l'assemblée générale pour voter contre les résolutions qui vont à l'encontre de nos attentes.
CONTDIR	En cas de mécontentement, on contacte les dirigeants de la firme en question, on les informe de notre mécontentement et on essaie de trouver une solution.
CONTIMM	En cas de mécontentement, on essaie d'introduire les changements nécessaires.
INITIAT	Nous avons déjà fait recours aux actions suivantes : sollicitation de procuration, poursuite judiciaire des dirigeants, audit, publication de la liste des dirigeants les moins compétents ou des entreprises les moins performantes.
SOUTCONT	Nous soutenons les actions de contrôle initiées par d'autres actionnaires.
CONTACT	Nous contactons d'autres actionnaires pour les convaincre de mener une action de contrôle.
VENTE	Nous vendons la totalité ou une partie de nos détentions si on n'est pas satisfait des modes de gestion de la firme.
VOTCONTR	Nous votons contre les résolutions qui vont à l'encontre de nos intérêts.
PAROLASS	Nous prenons la parole lors des assemblées générales pour manifester notre mécontentement.
SOUTDIRI	Nous soutenons les dirigeants en place et nous votons pour les résolutions proposées.
AMENDEM	Nous avons déjà effectué un amendement complémentaire ou contradictoire à une résolution proposée par le conseil.
QUESCONS	Nous adressons des questions écrites au conseil d'administration.
FREQPART	Notre fréquence de participation aux assemblées générales.
BLANC	Nous votons en blanc.
PROCURA	Nous votons par procurations aux dirigeants.
CORRESP	Nous votons par correspondance.
VOTVMÉM	Nous votons nous-mêmes nos droits.
ÉTUDRÉSO	Nous étudions minutieusement les résolutions de l'assemblée générale.

En vue d'appréhender le comportement de contrôle moyen de l'ensemble de l'échantillon, nous avons résumé, après avoir s'assurer de la cohérence interne des items de mesure⁸, l'ensemble

⁸ Afin de s'assurer de la consistance ou de la cohérence interne des éléments caractérisant le comportement de contrôle des institutionnels, nous avons effectué un test de fiabilité. Pour ce faire, nous avons calculé l'Alpha de Cronbach. L'Alpha de Cronbach permet de savoir si les variables ou les items utilisés, censés être équivalents, sont cohérents entre eux (Evard, Pras et Roux ; 1997, p. 292). Or, les variables définissant le comportement de contrôle des institutionnels, quoi qu'elles font référence au même phénomène, elles n'expriment pas le même aspect de celui-ci. En effet, alors que les variables : EXIT, VENTE, SOUTDIRI, BLANC et PROCURA caractérisent un comportement passif, les autres variables font référence, au contraire, à un comportement actif. Pour remédier à ce problème, il va falloir calculer l'inverse des variables EXIT, VENTE, SOUTDIRI, BLANC et PROCURA avant de calculer l'alpha de Cronbach. A titre d'exemple, l'inverse de la variable EXIT = EXITINV = 5 - EXIT + 1 (5 : la valeur maximale de l'échelle de Likert utilisée). Ensuite, nous avons calculé l'Alpha de Cronbach de l'ensemble des variables caractérisant le comportement de contrôle des institutionnels en remplaçant les variables EXIT, VENTE, SOUTDIRI, BLANC et PROCURA par les variables inverses : EXITINV, VENTEINV, SOUTDIRINV, BLANCINV et PROCRAINV. Le résultat de ce test de fiabilité donne un Alpha égale à 0,8418. Cela signifie que la cohérence interne de l'échelle de mesure est respectée. L'ensemble des traitements statistiques sont effectués à l'aide du logiciel SPSS(10.0).

de ces items dans une seule variable synthétique «COMP». Cette variable résume le comportement de chaque institution dans une seule variable métrique prenant une valeur entre 1 et 5 (échelle de Likert). Le tableau suivant nous donne une idée sur le comportement de contrôle moyen de l'ensemble de l'échantillon :

Tableau n°4 : le comportement de contrôle moyen de l'ensemble de l'échantillon

N	Valide	91
	Manquante	2
Moyenne		1,9532
Ecart-type		,3775
Minimum		1,11
Maximum		2,84

D'après ce tableau, la moyenne générale de la variable COMP est égale à 1,9532⁹. Ce chiffre est inférieur à 2,5 (la moyenne de l'échelle de Likert = 5/2), signifie que dans l'ensemble, les investisseurs institutionnels français sont plutôt passifs. Toutefois, la valeur maximale de la variable COMP étant égale à 2,84, témoigne de l'existence de certaines institutions ayant un comportement relativement actif.

4. 2. 2. La variable : liens commerciaux et d'affaires (DEPEN)

Pour appréhender les liens de dépendance entre les institutionnels et les entreprises de leurs portefeuilles, nous allons nous baser sur les trois variables suivantes :

Tableau n°5 : variables caractérisant la dépendance des institutionnels vis-à-vis des entreprises en portefeuille

Variables	Signification de la variable
LIENS	Avec combien d'entreprises dans lesquelles vous êtes actionnaire entretenez-vous des relations commerciales ou d'affaires
ENTRET	Nos participations servent à entretenir d'autres relations d'affaires ou commerciales que nous avons avec les entreprises et non pas à exercer de l'influence.
IMPORTA	Les relations commerciales et d'affaires que vous avez avec les entreprises sont très importantes pour votre institution.

Nous avons, par la suite, regrouper après avoir s'assurer de leur cohérence interne (l'alpha de Cronbach étant supérieure à 0,5) l'ensemble des items ci-dessus dans une seule variable synthétique : DEPEN

Ensuite notre but est d'identifier des groupes d'institutions financières qui diffèrent de part leur dépendance ou l'importance des liens qu'elles ont avec les entreprises dont ils sont actionnaires. Pour arriver à cet objectif, l'analyse typologique est la méthode appropriée.

La variable synthétique « COMP » est calculée, à l'aide du logiciel SPSS, selon la formule suivante : Variable synthétique = \sum des items retenus / nombre des items retenus.

⁹ La variable synthétique « COMP » est calculée, à l'aide du logiciel SPSS, selon la formule suivante : Variable synthétique = \sum des items retenus / nombre des items retenus

L'arbre hiérarchique que nous avons obtenu subdivise l'échantillon en 4 groupes numérotés de 1 à 4. Le groupe n°4 englobe à lui seul tout l'échantillon et a une inertie très forte témoignant de son hétérogénéité. Le groupe n°3 a une faible inertie et englobe 74 institutions. Les groupes 1 et 2 ont une très faible inertie et représentent 21 et 19 institutions respectivement. Toutefois le groupe 1 appartient au groupe 3. En vue de tenir compte de l'ensemble de l'échantillon et de conserver des groupes indépendants, nous allons retenir les groupes 2 et 3.

Comme le montre le tableau suivant, la statistique de Fisher relative au Lambda de Wilks témoigne de la significativité de ce résultat. Il est de ce fait clair que les deux groupes sont distincts eu égard de leur dépendance vis-à-vis des entreprises de leurs portefeuilles.

Tableau n°6 : significativité de la variable « DEPEN »

	Lambda de Wilks	F	ddl1	ddl2	Signification
DEPEN	,149	518,896	1	91	,000

Par ailleurs, le tableau de statistiques descriptives suivant montre la différence entre les deux groupes par rapport à la variable DEPEN.

Tableau n°7: moyenne et écart type de la variable DEPEN

Ward Method	Variable	Moyenne	Ecart-type	N valide (liste)	
				Non pondérées	Pondérées
1	DEPEN	1,1486	,2711	74	74,000
2	DEPEN	2,8246	,3401	19	19,000
Total	DEPEN	1,4910	,7365	93	93,000

D'après ce tableau, la moyenne de la variable DEPEN est plus importante pour le groupe 2 que pour le groupe 1. Ce dernier possède, de ce fait, des liens de dépendance moins importants que le groupe 2.

Pour déterminer l'impact des liens d'affaires sur le comportement de contrôle des institutionnels, nous allons essayer de voir si ces deux groupes qui sont différents eu égard de leur dépendance à l'égard des entreprises ont des comportements de contrôle différents. Pour cela, nous allons procéder par un test de comparaison des moyennes.

4. 2. 3 Test de comparaison des moyennes

Nous allons nous intéresser maintenant à savoir si les institutions ayant de faibles liens de dépendance avec les entreprises (groupe 1) sont en moyenne plus impliquées dans les entreprises de leurs portefeuilles que celles qui ont des liens plus importants (groupe 2). Pour procéder à cette comparaison, le test de comparaison de moyennes est jugé adéquat. Ce test

permet de comparer les moyennes de la variable COMP pour les deux groupes¹⁰. Les résultats obtenus avec la procédure de comparaison des moyennes sont présentés dans le tableau suivant :

Tableau n°8 : résultat du test de comparaison de moyennes

	Ward Method	N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard moyenne
COMP	1	73	2,0008	,3363	3,936E-02
	2	18	1,8158	,2940	6,930E-02

	Test de Levene		Test-t pour égalité des moyennes						
	F	Sig.	t	ddl	Sig. bilatérale	Différence moyenne	Différence écart-type	Intervalle de confiance 95% de la différence	
								Inférieure	Supérieure
H0 : variances égales	1,56	,21	2,14	89	,035	,185	0,0865	0,01314	,3569
H1 : variances inégales			2,32	29	,028	,185	0,0797	0,022	,348

La règle d'interprétation de ce tableau consiste à regarder si, au seuil de signification de $\alpha = 5\%$, la différence de moyenne entre les deux classes d'institutions est significative.

Soient, m_1 la moyenne de la variable COMP pour les institutions du groupe1, et m_2 la moyenne de la variable COMP pour les institutions du groupe 2. Ainsi, pour que m_1 soit significativement différent de m_2 , il faut que $m_1 \neq m_2$ et sig. Bilatérale $< \alpha$. De même, pour que m_1 soit significativement inférieur à m_2 , il faut $m_1 < m_2$ et sig. Bilatérale $< 2\alpha$.

Les résultats indiquent : $m_1 - m_2 = 0,1850 \Rightarrow m_1 > m_2$. A priori, en moyenne, m_1 est supérieure à m_2 . Mais il convient de vérifier si cette différence est significative en regardant si sig. bilatérale $< 2\alpha$. Le résultat donne $,035 < 0,1 \Rightarrow m_1$ est significativement supérieur à m_2 .

De ce fait, les institutionnels ayant d'importants liens avec les entreprises dont ils sont actionnaires semblent être moins impliqués dans le contrôle des entreprises de leurs portefeuilles que ceux ayant des liens moins importants. Par conséquent, nous pouvons conclure que les liens commerciaux et d'affaires ont une influence défavorable sur l'activisme actionnarial.

¹⁰ Avant de procéder au test de comparaison des moyennes, il convient d'effectuer un test de normalité afin de vérifier si la variable COMP suit une loi normale pour les deux groupes (Martin, 1994). D'après les résultats du test, le comportement de contrôle des investisseurs institutionnels des deux classes sont régies par une loi normale au seuil de signification de $\alpha=5\%$ (en considérant que « signification asymptotique bilatérale $< 2\alpha$ pour rejeter l'hypothèse de normalité des observations ; or nous avons respectivement : $0,506 > 0,1$ et $0,655 > 0,1$). Voir Martin L. (1994), *Analyse et traitement des données avec SPSS*, Les éditions SMG, Québec.

Conclusion

Les relations commerciales et d'affaires constituent un facteur empêchant les investisseurs institutionnels français à exercer leur rôle d'actionnaires. En effet, le maintien de bonnes relations d'affaires est particulièrement important dans le contexte français, où des liens étroits existent encore au sein du milieu financier en raison de la concentration élevée du marché et de l'interconnexion qui existent encore entre certaines entreprises et les institutions financières.

De même, il ressort de cette étude que les institutionnels entretenant moins de relations commerciales et d'affaires avec les entreprises de leurs portefeuilles sont plus actifs que ceux ayant plus de liens de ce genre. Il faut souligner, à cet égard, que les conséquences de l'activisme sur les affaires des investisseurs représentent une préoccupation importante. Appelés à œuvrer dans une communauté « tissée », les investisseurs français préfèrent agir dans un esprit de collaboration avec les entreprises et intervenir de façon discrète, afin de ne pas indisposer les entreprises dans lesquelles ils investissent, plutôt que de réaliser des interventions directes comme le font les fonds de pension anglo-saxons.

Bibliographie

- Assaf H. et Yishay Y. (2010) Institutional investors as minority shareholders: do they matter when ownership is concentrated? *Center for Economic Policy Research*.
- Ben M'barek. N. (2003). Le comportement des investisseurs institutionnels dans le contrôle des entreprises de leurs portefeuilles : une contribution à l'étude des facteurs d'influence, Thèse de doctorat, Université de Nice Sophia-Antipolis.
- Black.B (1991). Shareholder passivity re-examined. *Michigan Law Review* : 520-608.
- Charreaux G. (2000). La théorie positive de l'agence : positionnements et apports. *Revue d'économie industrielle*. (92) : 193-214.
- Eakins S. (1993). Institutional investors support of managers: an investigation of tender offers. *Quarterly Journal of Business and Economics* (32) : 75-86.
- Evrard Y., Pras B. et Roux E. (1993). *Market : études et recherches en marketing : fondements et méthodes*, Nathan.
- Grawitz M. (1996). *Méthodes des sciences sociales*, Dalloz, 10^{ème} éd.
- Heard J. E. et Sherman H. D. (1987). *Conflicts of interest in the proxy voting system*. Investor Responsibility Research Center, Washington.
- Kochhar R., David P. et Levitas E. (1998). The effect of institutional investors on the level and mix of CEO compensation. *Academy of Management Journal* (41).
- Martin L. (1994). *Analyse et traitement des données avec SPSS*, Les éditions SMG, Quebec
- Pound J. (1988). Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of Financial Economics* (20) : 237-265.
- 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, université de Nice.
- Sahut J. M et Gharbi H. (2011). Influence des actionnaires institutionnels français et étrangers sur la performance financière des firmes. *La revue des sciences de gestion*. 251 : 51-62.
- Salancik G. et Pfeffer J. (1980). Effects of ownership and performance on executive tenure in US corporations. *Academy of Management Journal* (23) : 653-664.
- Yin R. (1994). *Case study research – design and methods*. Sage publication.