

■ L E S A M I S D E ■
l'École de Paris

<http://www.ecole.org>

**Soirée-Débat
"Les Invités"**

*organisée grâce aux parrains
de l'École de Paris :*

Accenture
Air Liquide¹
Algoé²
ANRT
Arcelor
Caisse des Dépôts et Consignations
Caisse Nationale des Caisses
d'Épargne et de Prévoyance
CEA
Centre de recherche en gestion
de l'École polytechnique
Chambre de Commerce
et d'Industrie de Paris
CNRS
Conseil Supérieur de l'Ordre
des Experts Comptables
Danone
DARPMI³
Deloitte & Touche
DiGITIP
EADS
École des mines de Paris
EDF
Entreprise et Personnel
Fondation Charles Léopold Mayer
pour le Progrès de l'Homme
France Télécom
FVA Management
IBM
IDRH
IdVector¹
Lafarge
PSA Peugeot Citroën
Reims Management School
Renault
Royal Canin
Saint-Gobain
SNCF
THALES
Total

¹ pour le séminaire
Ressources Technologiques et Innovation

² pour le séminaire Vie des Affaires

³ pour le séminaire
Entrepreneurs, Villes et Territoires

(liste au 1^{er} juillet 2003)

**LE PDG RENCONTRE L'ACTIONNAIRE :
UNE HEURE POUR CONVAINCRE**

par

Bertrand COLLOMB
PDG de Lafarge

Emmanuel SOUPRE
Directeur de la gestion européenne
NSM Gestion - ABN AMRO

Séance du 20 janvier 2003
Compte rendu rédigé par Lucien Claes

En bref

Les investisseurs s'intéressent de plus en plus aux prévisions et aux résultats des entreprises afin de gérer en conséquence leur portefeuille de titres. Certes des analystes spécialisés peuvent les informer et les conseiller, mais les avis divergent parfois et il n'est pas toujours aisé de se faire une opinion avant de décider l'achat ou la vente de titres. Les entreprises cotées en Bourse sont évidemment soucieuses de la bonne santé du cours de leurs actions, et c'est pourquoi elles organisent périodiquement des réunions d'analystes afin de commenter leur activité et répondre aux questions. Mais les investisseurs préfèrent souvent rencontrer la haute hiérarchie de chaque entreprise, voire son président en personne, pour évaluer à la fois sa stratégie et son management. Un président et un gestionnaire de fonds exposent leur point de vue respectif sur ce type de rencontre.

*L'Association des Amis de l'École de Paris du management organise des débats et en diffuse
des comptes rendus ; les idées restant de la seule responsabilité de leurs auteurs.
Elle peut également diffuser les commentaires que suscitent ces documents.*

© École de Paris du management - 94 bd du Montparnasse - 75014 Paris
tel : 01 42 79 40 80 - fax : 01 43 21 56 84 - email : ecopar@paris.ensmp.fr - <http://www.ecole.org>

INTRODUCTION

Michel BERRY : La presse fait souvent état de la tyrannie des marchés financiers : leur pression sur les entreprises pour qu'elles atteignent les fameux 15 % de rendement financier attendus par les actionnaires, contraindrait les patrons à faire des acrobaties telles qu'elles peuvent contribuer à l'effondrement de leur entreprise, comme ce fut le cas dans l'affaire Enron¹.

Les gestionnaires de fonds de pension ainsi que les autres investisseurs institutionnels sont souvent jugés dangereux parce qu'ils ne s'estiment pas responsables des conséquences de leurs actes sur la vie des entreprises : on dit souvent qu'ils font danser les patrons, voire les font sauter ; on serait passé d'un capitalisme décrit par Marx où des hommes riches et puissants exploitaient les travailleurs, à un système un peu différent dans lequel les capitalistes seraient plutôt des retraités ou des pères de famille, acheteurs de Sicav, et représentés par des gestionnaires de fonds, lesquels font exercer leur loi d'airain sur les firmes et les patrons. Ce serait donc toujours l'exploitation de l'homme par l'homme, mais avec un autre casting.

Quels sont donc les rapports entre patrons et actionnaires ? comment ces deux mondes communiquent-ils entre eux ? Depuis quelques années la communication financière joue un rôle de plus en plus important. Il y a presque trois ans, après l'achat de Redland par Lafarge, Bertrand Collomb était venu témoigner ici même du faire savoir, mais aussi de savoir-faire : savoir parler aux marchés financiers, savoir répondre aux questions des analystes². Mais au cours du débat, il est apparu que dès lors qu'un analyste cherche à apprécier la qualité du management d'une entreprise, il n'est plus guère écouté ; et Bertrand Collomb d'ajouter : « *quand on va au-delà des chiffres, c'est moi qu'on veut voir* ».

Depuis, on s'est intéressé au rite du *one to one* – le patron rencontre l'actionnaire -, et à ce qui s'échange entre eux : comment un patron peut-il vendre du long terme à un actionnaire institutionnel ? réciproquement, qu'est-ce qu'un gestionnaire de fonds cherche à savoir en rencontrant un patron ? C'est ce dont nous allons débattre.

Le point de vue d'un patron

Bertrand COLLOMB : L'heure pour convaincre, le *one to one*, est effectivement ce qui cristallise la relation entre le président d'entreprise et le gestionnaire de fonds, mais il faut remettre cela en perspective, c'est-à-dire à la fois dans le contexte général de l'évolution de l'entreprise, et dans celui très pratique de l'emploi du temps du président et de ses principaux collaborateurs, des types de communication retenus, de ce qu'on va dire ou ne pas dire, etc.

Lafarge

En 1989, lorsque j'ai été nommé président de Lafarge, l'entreprise était implantée en Europe et en Amérique du Nord, et son chiffre d'affaires était de 5 milliards d'euros avec 34 000 employés. Aujourd'hui il est de 15 milliards d'euros avec 83 000 employés. Nous avons 40 % d'actionnaires individuels français, et 60 % d'institutionnels – étrangers pour la moitié –, ce qui nous plaçait parmi les entreprises comptant le plus d'actionnaires étrangers. Aujourd'hui, nous n'avons plus que 15 % d'actionnaires individuels.

¹ *L'information financière, quel avenir pour les auditeurs ?* Philippe Vassor, Bernard Colasse, Claude Cazes, Les Annales de l'École de Paris, Vol. IX.

² *L'acquisition d'entreprises, entre savoir-faire et faire savoir : L'acquisition de Redland par Lafarge*, Bertrand Collomb, Arend Dikkers, Les Annales de l'École de Paris, Vol. VI.

1991 : un marché en chute

En 1990, Lafarge a eu le prix de l'entreprise la plus rentable de France. Mais la récession a commencé, suivie de peu par la guerre du Golfe. En 1991-1992, les marchés du bâtiment ont chuté, notamment aux États-Unis : notre chiffre d'affaires, en deux ans, a baissé de 7 %, et notre résultat presque de moitié. Curieusement, pendant cette période-là, le cours de Bourse est resté à peu près à 40 euros, et la part des actionnaires individuels est restée stable ; l'effondrement des résultats n'a donc pas créé de traumatisme majeur dans notre actionnariat, les gens nous faisant confiance sur le long terme ; mais nous avons dû commencer à expliquer ce que nous faisons.

Un rétablissement durable

Les États-Unis, comme toujours, sont sortis de la récession plus vite que l'Europe, mais, entre 1993 et 1999, Lafarge a tout de même doublé son chiffre d'affaires en six ans, et triplé ses bénéfices, ce qui n'était pas si mal, même en tenant compte de la baisse qui avait précédé. Alors pourquoi ?

- le marché était bon ;
- nous nous sommes beaucoup développés du fait de l'ouverture de nombreux pays d'Europe de la Méditerranée ;
- des pays qui étaient des économies d'État ont privatisé ;
- le mur de Berlin est tombé, donc l'Europe de l'Est s'est ouverte ;
- après la crise de 1998, l'Asie, auparavant inaccessible du fait des bons résultats de ses entreprises, s'est finalement ouverte ;
- l'opération Redland a renforcé notre position sur les granulats et nous a positionnés sur la toiture ;
- d'une façon générale, nous avons amélioré notre performance.

Une capitalisation boursière en hausse

Notre capitalisation boursière s'est également accrue ; en 1999 la part des actionnaires individuels était descendue à 18 %, les gens achetant de plus en plus des Sicav ou des *Mutual Funds*, et celle des investisseurs institutionnels dépassait les 50 %, tout cela dans un contexte où on a émis beaucoup d'actions : on dénombrait 60 millions d'actions à fin 1992 et 100 millions à fin 1999, il y en a 130 millions maintenant.

L'opération Blue Circle

En novembre 1999 on chuchotait dans les couloirs que nous pourrions nous intéresser à Blue Circle - un cimentier confronté à d'assez nombreux problèmes - beaucoup de nos actionnaires nous y invitant ! Nous avons lancé une OPA unilatérale sur Blue Circle. Mais début 2000, bien que nous ayons publié un résultat net en croissance de 32 % sur les deux années précédentes, le cours de l'action Lafarge s'est mis à baisser : on ne parlait plus que de télécoms, les investisseurs avaient la tête ailleurs. En plus, pour faire avancer le dossier il a fallu résoudre de nombreux problèmes, ce qui a pris du temps, assez en tout cas pour que la vague high-tech retombe et que les actionnaires de Blue Circle n'aient plus envie de vendre leurs actions, ne sachant plus sur quoi investir à la place, et estimant le prix peu attractif.

L'offre n'a donc pas été acceptée. Mais entre temps, nous avons acheté ferme pour un milliard d'euros d'actions, représentant 30 % du capital. Situation difficile à court terme, puisque nous étions actionnaire minoritaire sans pouvoir, mais situation qui laissait prévoir un "deuxième round". Pendant cette période, nous avons été décotés de 30 % par rapport à notre secteur et par rapport au marché. L'année a été difficile.

Début 2001, le marché étant décidément revenu sur le low tech, nous avons pu relancer le *deal* Blue Circle pour une offre amicale et à la satisfaction générale : en quinze jours notre action est remontée à 115 euros ; nous avons été portés par une vague extraordinaire, avec 18 % de croissance sur l'année 2001, alors que l'ensemble de la Bourse avait plutôt baissé.

Des embûches

Début 2002, même si les marchés de la construction n'étaient pas extraordinaires, notre cours s'est bien tenu pendant le premier semestre, et nous sommes entrés à l'Euro STOXX 50 à l'été 2002. Pour cela il fallait être dans les cinquante premiers, et nous avons effectivement acquis notre position de leader.

Mais le feuilleton de l'amiante a rebondi, faisant décrocher Saint-Gobain de 20 % ou 30 %. Un concurrent de notre secteur, qui avait toujours dit ne pas avoir de risque d'amiante, a découvert que finalement il en avait quand même un peu, et par contre-coup, nous avons perdu 15 % en une seule séance, alors que nous continuions à affirmer ne pas avoir de risques.

Puis la détérioration des perspectives de reprise économique en 2003 a pesé et a amené un retour de Lafarge vers la moyenne du secteur, et un retour du secteur vers la moyenne de la Bourse. Ce qui fait que, sur 2002, nous avons évolué exactement comme la moyenne de la Bourse, c'est-à-dire une baisse de 30 %, et un cours de 67 euros.

Des cours très chahutés

Ainsi, sur deux ou trois ans, les cours ont été très chahutés. Il est assez difficile de faire une relation claire entre résultats et cours puisque c'est au moment où nous affichions les meilleurs résultats que notre cours était au plus bas ; c'est même assez difficile de faire une relation entre les cours et les perspectives ou l'appréciation fondamentale, car les mêmes analystes qui actuellement conseillent de vendre, admettent en même temps que Lafarge est une très belle affaire, aux fondamentaux excellents.

Plusieurs logiques

Bien sûr il y a derrière cela plusieurs logiques, ce qui rend les choses compliquées :

- la logique de *l'anticipation* ; les résultats relèvent du passé, or en économie seul compte l'avenir, mais il est très difficile à prévoir ;
- la logique de *la concurrence* entre high-tech et *low tech* : si quelqu'un offre la lune, et vous une toute petite étoile, vous n'êtes pas bien placé ;
- la logique *du risque* : les mêmes qui vous ont dit de vous endetter vous reprochent plus tard votre dette ; rien de plus normal, puisque les opinions changent en fonction des circonstances ;
- la logique de *la foule* ; ce n'est pas tellement mon opinion sur une valeur qui importe, mais le croisement entre l'opinion que j'en ai et celle qu'en ont les autres : si j'en pense beaucoup de bien mais que tous les autres pensent le contraire, il est probable que son cours va baisser.

Faut-il en tirer la conclusion que suggérait Michel Berry quand il parlait d'actionnaires exigeant des résultats tellement difficiles que les patrons font n'importe quoi pour les atteindre ? Je pense que l'entreprise a d'autres partenaires tout aussi exigeants : ses clients qui lui demandent des produits pas chers mais d'excellentes qualités. Il ne faut donc pas être choqué de l'exemple des actionnaires, tout en sachant la difficulté de les satisfaire, et les différences d'horizons.

En pratique

Durant les trois années que j'ai évoquées, qu'avons-nous fait en pratique, et avec quels acteurs ?

Les acteurs de l'entreprise

Parmi les responsables des relations avec l'actionnariat, il y a ceux qui s'occupent des actionnaires individuels – je n'en parlerai pas aujourd'hui –, et ceux chargés des relations avec les investisseurs institutionnels, une fonction qui dans l'entreprise a pris une grande

importance (les étudiants des écoles de commerce n'en sont, du reste, pas suffisamment conscients). Chez Lafarge, l'homme de la communication financière est sans doute celui qui connaît le mieux l'entreprise : il peut en effet s'adresser directement à n'importe quel patron d'unité pour obtenir une réponse à toute question pointue.

Les autres dirigeants sont évidemment intéressés mais, en dehors des responsables de relations avec les actionnaires, ce sont le directeur financier et le président lui-même qui passent le plus de temps à la communication financière. Cette activité me prend de plus en plus de temps : si au début de ma présidence, deux ou trois jours par an suffisaient, j'y consacre maintenant vingt à trente jours.

Les acteurs des institutions financières

Les banquiers et les gestionnaires d'actifs sont les acteurs des institutions financières, sachant que souvent les banquiers exercent aussi l'activité très rentable de la gestion d'actifs.

En tant que tels, les banquiers aident les entreprises à trouver des investisseurs et réaliser des opérations financières : pour ce faire ils disposent de réseaux de vendeurs ainsi que d'analystes – on les appelle analystes *sell-side* – qui fournissent aux vendeurs et aux clients des informations, parfois un peu optimistes, sur les entreprises.

Les gestionnaires d'actifs, quant à eux, achètent des titres, mais selon un principe de diversification et de spécialisation. Eux aussi peuvent se faire assister par des analystes qui les conseillent personnellement : ce sont les analystes *buy-side*.

Une relation évolutive

La relation entre tous ces partenaires a beaucoup évolué, d'abord en intensité, ensuite en nature et en qualité. Actuellement, “ l'heure pour convaincre ” trouve sa place au cours des *road-shows*, et dans les rencontres *one to one*.

- Les *road-shows*. Autrefois, considérant que seuls les résultats annuels étaient importants, on ne réunissait des analystes qu'une fois par an, à Paris et à Londres, et on n'organisait annuellement qu'une ou deux réunions d'investisseurs. Maintenant nous faisons chaque année plusieurs *road-shows* : lors de la publication des résultats, à l'occasion d'opérations particulières – telles qu'une émission d'obligations, ou une opération comme Blue Circle ou Redland –, ou encore s'il nous semble qu'un certain nombre d'investisseurs ont envie d'en savoir plus sur nous.

Un *road-show* comporte toujours une réunion d'analystes *sell-side* ; comme il n'est pas rare que les réunions plénières soient diffusées sur l'internet, nous devons rester conscients que les informations que nous donnons sont du coup totalement publiques. Mais ces réunions plénières n'excluent pas ensuite de nombreuses relations directes avec les analystes pour qu'ils puissent affiner leurs analyses, et avec certains investisseurs.

Chacun de ces *road-shows* mobilise mes collaborateurs directs une quinzaine de jours. J'y consacre moi-même cinq ou six jours, y compris les rencontres individuelles qui en découlent.

- Le *one to one*. En effet, nous avons progressivement adopté une véritable démarche “client” : nous rencontrons personnellement les investisseurs importants – c'est le fameux *one to one*. Il faut aller chez eux, car les grandes réunions ne leur conviennent plus : ils ont envie d'un face-à-face avec les patrons, et se font souvent accompagner, à cette occasion, par leurs analystes *buy-side*.

Une variété de scénarios

Le scénario d'une rencontre varie en fonction du moment, du nombre d'interlocuteurs, de l'intérêt qu'ils nous portent, du type d'investisseurs, des traditions de chaque maison, etc.

Il y a en effet des moments où nous n'intéressons pas, et c'est frustrant, et d'autres où l'on intéresse, et alors, la salle étant pleine pour les *road-shows*, deux situations typiques peuvent se présenter :

- il y a dans l'assistance un ou deux analystes *buy-side* très au courant de ce que nous faisons – en particulier grâce aux rapports des analystes *sell-side* et des banquiers –, et qui ne sont là que pour compléter leur dossier ; ils vont monopoliser la réunion en posant de nombreuses questions pointues, ce qui ne permet pas un discours construit et persuasif, et c'est encore frustrant ;

- ou bien au contraire, il s'agit d'une réunion de managers de fonds qui veulent comprendre la stratégie, qui s'interrogent sur le mode de management, qui trouvent là l'occasion de vous tester personnellement, et de tester la cohérence et la qualité de ce que vous racontez ; c'est d'autant plus intéressant que certains gestionnaires de fonds, du fait des contacts qu'ils ont avec de nombreux chefs d'entreprise, connaissent l'industrie mieux que ses dirigeants.

Il y a aussi une grosse différence entre les fonds de pension qui gèrent leur propre argent et les investisseurs qui le font gérer par d'autres. Les fonds de pension peuvent être moins sensibles au court terme et très accrochés sur les fondamentaux.

Tout cela se passe dans un contexte réglementaire délicat : des règles américaines interdisent de donner des informations discriminatoires à tel actionnaire plutôt qu'à tel autre ; c'est un jeu complexe : vous devez certes fournir les mêmes réponses à tout le monde, mais tout le monde ne pose pas les mêmes questions...

Par ailleurs, les préoccupations des interlocuteurs sont changeantes : selon les périodes, ils recherchent plutôt le développement et la croissance, ou bien la performance et la rentabilité, ou encore la stabilité, la sécurité financière, et ainsi de suite... ; cela amène les analystes à créer des catégories d'entreprises. Pour ce qui concerne Lafarge, nous avons d'abord été classés dans les cycliques – celles dont les résultats sont très sensibles à la conjoncture économique –, puis dans les défensives – quand ça va mal, ces entreprises sont censées mieux résister. Nous sommes probablement en train de redevenir des cycliques, c'est du reste pour cela que notre cours est actuellement moins bon.

À cela s'ajoute le degré de transparence de votre discours : quelle quantité d'information donner, quel niveau de prévision, etc., parce qu'il est clair que tout ce que vous direz sera immédiatement connu de vos concurrents.

D'autres écueils sont sous-jacents : dans le *one to one* notamment, les questions sont parfois tellement précises que le président n'a pas la réponse, ce qui est à la fois normal parce nos entreprises sont décentralisées, et gênant, parce que vu de l'extérieur on ne comprend pas qu'un président ne connaisse pas en détail tout ce qui se passe dans son entreprise. Quant aux prévisions, c'est une arme à double tranchant : elles peuvent constituer un attrait indéniable, mais aussi un désenchantement qui peut s'avérer difficile à gérer si on ne les tient pas.

Rester crédible

D'un autre côté, il y a clairement une évolution inéluctable vers davantage d'informations, mais avec la difficulté de distinguer celles qui sont vraiment significatives. Dans un tel contexte, auquel s'ajoute une grande volatilité des marchés, beaucoup de concurrence et une exigence de performances, l'entreprise doit veiller à garder la confiance de ses actionnaires dans la durée. Je ne crois pas qu'il y ait pour cela de recette magique, si ce n'est de bien manager sa transparence afin de rester crédible.

Le point de vue d'un gestionnaire de fonds

Emmanuel SOUPRE : Je dirige la gestion européenne de NSM Gestion, filiale de la banque NSMD, membre du groupe hollandais ABN AMRO. Après vous avoir donné quelques

chiffres, je vais vous présenter ce qui caractérise mon métier et quelle peut être ma relation avec les entreprises.

Quelques chiffres

Un portefeuille de titres institutionnels comprend généralement de cinquante à cent cinquante titres ; il arrive cependant que jusqu'à quatre cents sociétés différentes soient présentes dans certains portefeuilles américains : ce sont alors des dizaines de milliards de dollars d'actifs qui sont gérés.

Au 31 août 2002, 1 500 milliards d'euros d'actifs étaient sous gestion en France, ce qui est l'équivalent du PIB français, dont 890 milliards d'euros sous la forme de gestion collective, et 460 milliards d'euros sous la forme de mandats confiés par des particuliers, des entreprises ou des institutions ; on recensait 11 000 fonds gérés. Il s'agit donc bien d'une industrie énorme dont les chefs d'entreprise ne peuvent ignorer l'existence.

Si vous gérez un portefeuille de cent valeurs, et si vous décidez de retenir, pour chaque entreprise représentée, cinq éléments positifs et cinq négatifs, vous devez déjà mettre à jour, de façon régulière et systématique, mille éléments d'information. La profusion d'informations à traiter et engranger, et le risque évident de déviation par rapport à la réalité de chaque entreprise, rendent cette tâche relativement ardue.

Il y a dix ans ou vingt ans, un gérant à Paris avait à choisir entre deux cents et trois cents valeurs. À l'échelle européenne, il a maintenant dix fois plus de possibilités. D'où la démultiplication effectuée par les analystes *buy-side* ou *sell-side* pour aider les investisseurs à faire leur choix, mais aussi le risque d'être noyé par trop d'informations.

Les formes de gestion

En ce qui concerne les formes de gestion, on essaie soit de tenir compte de l'appréciation générale de l'économie selon en général une référence indicielle – CAC 40, Euro STOXX 50, etc. – soit de faire une sélection particulière de titres. En réalité ces deux approches sont complémentaires. En phase de croissance économique forte, pourquoi se livrer à une sélection pointue si toutes les valeurs sont à la hausse ? autant opter pour une gestion indicielle. Si au contraire l'activité économique est morose, et si on anticipe trois ou quatre ans de marasme, on est alors obligé de choisir, avec le risque de miser sur des entreprises dont la performance n'est nullement garantie.

Les catégories d'entreprises

Bertrand Collomb a indiqué que des analystes avaient classé Lafarge dans la catégorie des entreprises cycliques, puis dans celle des défensives. En réalité il n'y a pas d'incompatibilité entre ces deux catégories. De manière plus générale on distingue les entreprises en deux grandes classes de valeurs :

- les valeurs de croissance : elles désignent les entreprises dont la croissance est substantiellement supérieure à celle de la macroéconomie à laquelle elles appartiennent ; par exemple l'internet, qui n'existait pas il y a dix ou quinze ans, est devenu une réelle zone de croissance ;
- les valeurs *value* : les entreprises ainsi désignées ont un rythme de croissance économique relativement faible sur long terme, grosso modo en corrélation avec le PNB ou le PIB du pays ou de la zone où elles sont implantées ; par exemple le développement du ciment est lié à celui de l'économie mais aussi à l'évolution de la démographie, ce qui en fait une activité relativement tranquille.

Ce qui caractérise aussi les sociétés considérées comme défensives, ce peut être la technicité dont elles ont à faire preuve ou les barrières capitalistiques à l'entrée qu'elles ont à franchir. En étant caricatural, pour être conseiller en services, il suffit d'avoir une table, une chaise et un téléphone ; en revanche, si vous voulez faire du ciment, de l'acier, des automobiles, des

avions, etc., il faut consommer énormément de capital avant le premier euro de chiffre d'affaires ; les barrières capitalistiques à l'entrée constituent une protection propre à ces secteurs d'activité.

L'attitude des investisseurs institutionnels

L'attitude des investisseurs institutionnels diffère selon qu'ils appartiennent à l'Europe continentale ou au monde anglo-saxon. Les Européens continentaux sont plutôt des *sleeping partners* : ils ne s'immiscent pas dans les décisions stratégiques des entreprises, mais s'ils ne sont pas satisfaits des résultats, ils sortent. Dans le cas du monde anglo-saxon, l'attitude des investisseurs est beaucoup plus interventionniste, avec des jugements parfois très tranchés ; les votes négatifs dans les assemblées d'actionnaires y sont beaucoup plus fréquents que dans le monde européen continental, une tendance qui va se développer dans les années futures, compte tenu des obligations professionnelles des gestionnaires de fonds, quel que soit le lieu où ils agissent.

Les règles de fonctionnement

Ce métier répond en effet à des règles déontologiques et de fonctionnement dictées par la COB (Commission des opérations de Bourse) ou ses équivalents européens, le CMF (Conseil des marchés financiers) et l'AFG ASFFI (Association française de la gestion, Association des sociétés françaises de fonds d'investissement) une association qui regroupe l'intégralité des gestionnaires de fonds.

La COB a recommandé aux gestionnaires d'exercer leur droit de vote lors des assemblées générales d'actionnaires. À cet égard les politiques sont variables selon les établissements. C'est ainsi que nous avons édicté nos propres règles concernant l'agrément ou non des résolutions proposées par les conseils d'administration, et je suis chargé de veiller à leur application. Le but est d'éviter que les règles du jeu ne soient pipées quand il s'agit d'intervenir auprès des entreprises, et de maximiser autant que possible la performance financière.

Analyste financier et manager de fonds

L'analyste financier apporte son aide dans le traitement détaillé des informations financières chiffrées. Bien entendu, il porte un jugement sur le cadre général de l'entreprise, mais on va surtout lui demander de connaître les comptes de l'entreprise suffisamment à fond pour qu'il puisse y déceler les moindres failles.

Le manager de fonds a, quant à lui, une opinion beaucoup plus générale sur chaque entreprise et un jugement qualitatif fondé sur cinq points qui la concernent : son management, ses produits, son outil industriel, ses outils financiers, son environnement. Les quatre premiers points sont strictement du ressort de l'entreprise. Quand au cinquième, elle peut en être victime ou savoir en tirer parti positivement.

L'évaluation

La relation que nous, gestionnaires de fonds, pouvons avoir avec un patron est à la fois simple et complexe. Dans un premier temps, nous prenons connaissance de l'activité de l'entreprise, puis nous nous faisons expliquer sa stratégie afin de l'apprécier ; nous passons ensuite en revue tous les paramètres préalablement identifiés comme importants, afin de leur attribuer une note. C'est ainsi qu'au bout du compte on peut se forger une opinion globale sur l'affaire.

Nous sommes évidemment sensibles à la qualité de la prévision des résultats, car les marchés financiers anticipent de six à douze mois les phénomènes économiques. En période de bonne conjoncture, on a plus facilement confiance dans les prévisions, et le cours peut éventuellement monter, mais quand la visibilité n'est pas bonne, nous n'achetons que si le

cours nous paraît suffisamment décoté (nous prenons en somme une prime sur l'absence de visibilité), ou nous recherchons un titre qui apporte plus de visibilité.

Après avoir fait ce travail d'investigation pour chaque entreprise, il nous faudra régulièrement remettre nos appréciations à jour, tout en affinant les points d'inquiétude ou d'incertitude. Reprenons le cas de l'amiante : c'est aux États-Unis que tout a commencé ; les gens se sont aperçus que s'ils estimaient avoir été contaminés, ne serait-ce que pour être passés à proximité d'un tuyau recouvert d'amiante, ils pouvaient déposer une plainte et réclamer des sommes astronomiques qui, dans le système judiciaire américain, peuvent parfaitement être accordées. Cela risque donc de coûter très cher aux entreprises : il va falloir mobiliser des avocats et y passer beaucoup de temps. C'est ainsi que l'effet "amiante" a concerné Saint-Gobain.

L'effet de la rumeur

Lafarge, qui n'y était pour rien, a pourtant été, elle aussi, pénalisée, malgré tous ses efforts de communication. C'est que la rumeur exerce une pression terrible sur le raisonnement économique ; bien que se laisser influencer par elle ne soit pas raisonnable, pourquoi faut-il quand même en tenir compte ? comme chacun considère que c'est le marché qui a toujours raison, les gérants de fonds doivent agir avec prudence, car leurs mandants leur reprocheront à coup sûr les pertes enregistrées sur des titres objets de rumeurs, même si elles étaient inéluctables, par exemple en cas de baisse généralisée des cours de Bourse ; du fait de ses obligations professionnelles à l'égard de ses mandants, la relation du gérant avec eux devient donc complexe et pernicieuse, tout comme sa relation avec l'entreprise.

La communication financière

C'est pourquoi la communication financière est devenue un métier indispensable dans les entreprises cotées. Celui qui l'exerce – l'*investor relation* – est le relais de nos inquiétudes, de nos préoccupations, et de nos certitudes vis-à-vis de l'entreprise ; il occupe une position centrale dans le management, parce qu'il doit être à l'écoute de tout ce qui est dit sur le marché et être capable de tenir ensuite un discours clair, succinct, et adapté aux préoccupations des investisseurs.

Les recommandations

En fonction de leur évaluation globale des titres, les gérants de portefeuille recommandent aux investisseurs d'acheter ou de vendre, mais dans 80 % des cas, c'est l'achat, l'accumulation de titres ou leur conservation qui sont suggérés, contre seulement 20 % de cas où c'est la réduction ou la vente qui sont conseillées. Pourquoi ? la vente crée toujours un certain malaise : elle est vécue comme un divorce avec l'entreprise dont on préconise de se séparer des titres. Cela dit, la position la plus naturelle étant d'acheter, le pourcentage d'achat et de vente d'un investisseur sera pour nous un indicateur utile sur ce à quoi il attache de l'importance, car nous analyserons finement les raisons qui le poussent à la vente.

Le one to one

Le *one to one* est un moment jubilatoire : je rencontre ainsi des chefs d'entreprise qui savent captiver leurs interlocuteurs en se projetant dans le futur. Les chiffres passent au second plan, derrière le thème prédominant : la stratégie.

DÉBAT

L'achat de l'indice

Michel Berry : J'ai cru comprendre que lorsqu'on entrait dans l'Euro STOXX 50 c'était plutôt bon pour trouver des investisseurs, d'où une incitation aux acquisitions, fusions, etc. Or des gestionnaires de fonds et des analystes me disent que cela joue moins qu'on ne pourrait le croire. Que faut-il en penser ?

Bertrand Collomb : Un certain nombre d'investisseurs, ayant constaté que c'était très difficile de battre l'indice, décident de purement et simplement acheter l'indice : ça leur coûte moins cher en termes de gestion. Ainsi, celui qui a un fonds indicé Euro STOXX 50 achète les cinquante valeurs de cet indice dans la proportion exacte de sa pondération, pour avoir strictement la même performance que l'indice ; il agirait de la même façon si son fonds était indicé CAC 40. Une entreprise classée dans un tel indice aura donc au moins ces acheteurs-là.

Se faire connaître

Un intervenant : *Bertrand Collomb a dit que les grandes réunions annuelles d'analystes le mobilisaient trois jours mais, les clients souhaitant une relation one to one, il doit y consacrer maintenant trente jours par an. Si le président devait aller voir tous les clients lui-même, je ne sais pas comment l'entreprise pourrait fonctionner. Il y a là une exigence que personnellement je me refuse à suivre.*

B. C. : Mon problème n'est pas de savoir si le président doit y aller ou pas, mais d'être efficace. L'expérience montre que consacrer ces trente jours est possible, à condition qu'en mon absence d'autres personnes s'occupent des opérations. Cela dit, alors qu'un *road-show* mobilise mes collaborateurs pendant trois semaines, je n'y passe que cinq ou six jours, ce qui veut dire que je ne vois pas tous les actionnaires.

Emmanuel Soupre : Vous soulignez qu'il est très difficile d'être présent sur tous les fronts. Mais en tant que managers de fonds, nous souhaitons vivement rencontrer le président, son directeur financier, un directeur général, ou un responsable des relations avec les investisseurs. En général, seul le haut management est capable de répondre efficacement à toutes les questions pointues, et surtout de parler de la stratégie, et c'est pourquoi nous préférons rencontrer le président lui-même.

Mais ces rencontres s'avèrent utiles pour une autre raison : nous avons beaucoup de valeurs à observer, et il n'est pas facile de repérer celles qui sont susceptibles d'émerger. Dès lors qu'une entreprise essaie de se faire mieux connaître par une démarche active, nous saisissons l'occasion. Certes nous bénéficions de modèles pour faciliter le tri des valeurs, mais l'appréciation qu'ils fournissent se fonde exclusivement sur des chiffres, lesquels ne peuvent rendre compte de la politique ou de la volonté stratégique d'une entreprise.

M. B. : Notez-vous les patrons ? Y a-t-il une "note de gueule" ?

E. S. : C'est vrai que nous évaluons aussi la personnalité du patron. Cela dit, nous devons veiller à ne pas nous laisser bercer par un charisme qui ne serait pas assorti d'une efficacité chiffrée.

Deux mondes opposés ?

Int. : *En vous écoutant, j'ai l'impression que dans un one to one, ce sont deux mondes presque opposés qui sont face à face :*
- le monde de la gestion de portefeuilles ; son univers de référence couvre tous les secteurs d'activité et l'on y raisonne avec des mesures de performances, hebdomadaires de préférence ; en plus on y suit des modes : dans les années 1990, les gestionnaires ne s'intéressaient qu'à la croissance économique, or c'est à la dette qu'ils s'intéressent maintenant ;

- le monde de l'entreprise ; l'univers de référence se limite au secteur d'activité de l'entreprise ; à juste titre, les chefs d'entreprise hésitent à présenter des résultats trimestriels ; contrairement aux gestionnaires de portefeuilles, ils s'intéressent en permanence à l'ensemble des facteurs économiques.

Les partenaires sont donc, dans un one to one, sur des longueurs d'onde différentes, ce qui provoque des dysfonctionnements dans les échanges. De plus, les analystes financiers ayant été passablement décrédibilisés par la bulle internet, le chef d'entreprise est d'autant plus vendeur de sa propre histoire, et sa particularité est évidemment de ne recommander que l'achat de ses titres !

Enfin, le seul point d'intérêt commun aux interlocuteurs est le cours de Bourse, le gérant cherchant à apprécier la probabilité de voir le cours de l'entreprise monter, et le chef de l'entreprise cherchant à le faire monter le plus haut possible. Or, curieusement, à aucun moment on ne parle de ça dans le one to one.

E. S. : Il n'y a pas de réelle opposition entre les acteurs, parce qu'un gérant ne peut vivre sans entreprises, et chaque entreprise ne peut vivre sans actionnaires. Donc, même si les mondes sont différents et les logiques de travail assez tranchées, on peut parfaitement se rencontrer sur des domaines qui trouvent une transcription finale sous la forme d'une évaluation de résultats et d'un cours de Bourse.

B. C. : Malgré des accidents et des dérapages, l'interaction entre ces deux mondes est finalement une source d'enrichissement : l'efficacité du monde industriel a été plutôt augmentée par le fait qu'il a été bousculé par le monde financier. Certes il n'est pas très commode à certains moments de concilier les logiques, notamment de durée, mais on est payé pour vivre difficilement.

Une préférence ?

Int. : Bertrand Collomb a-t-il des préférences pour certains investisseurs ?

B. C. : J'ai effectivement une préférence pour ceux qui s'intéressent à ce que fait l'entreprise et qui raisonnent dans la durée. Mais il y a plusieurs segments d'investisseurs, et tous jouent un rôle différent. Pour avoir le maximum d'investisseurs, nous ne négligeons aucun de ces segments ; du reste si nous en négligions certains, ils pourraient jouer contre nous sans même qu'on le sache.

De la performance financière

Int. : Emmanuel Soupre a essentiellement parlé de performance financière. Mais quels sont la référence et l'horizon de cette performance ?

E. S. : La performance financière n'est que l'illustration chiffrée de mon travail de gestionnaire. Quand je construis mon portefeuille, j'y associe différents titres en fonction de leurs avantages et de leurs inconvénients afin d'optimiser autant que possible les résultats dans le sens des objectifs qui m'ont été assignés. Il est évident que l'on peut se permettre de prendre quelques risques dans un portefeuille par ailleurs composé d'un nombre suffisant de valeurs sûres.

Cela dit, la performance financière permet de faire des comparaisons de façon simple. Je surveille chaque semaine celle de mon portefeuille, mais ce n'est pas pour autant que je vais le chambouler tous les huit jours : mon rôle consiste à pérenniser les actifs qui me sont confiés, et à essayer d'en obtenir la meilleure performance possible, soit de manière absolue, soit de manière relative par rapport à un indice.

Je vais donc mettre en œuvre tous les moyens d'information possibles pour atteindre ces objectifs. Certes je dispose de chiffres qui sont le résultat de traitements automatisés ou du travail des analystes, mais je suis parfois confronté à des avis divergents et je dois alors me forger ma propre opinion. Ce n'est donc pas un art facile ; il relève en partie du subjectif, on pourrait dire de l'expérience.

Voyons l'homme

Int. : *Pourquoi le président passe-t-il trente jours par an à rencontrer les investisseurs alors qu'auparavant trois suffisaient ? Ça me paraît tout à fait lié à la modification de la vie économique. L'ambition de l'analyse économique classique était de révéler des permanences dans l'apparence du mouvement. Seulement, d'années en années, il y a de moins en moins de permanences ; au contraire, des cataclysmes majeurs se produisent à l'échelle de la planète. On ne peut donc plus observer des séries, ni tracer des courbes dans des nuages de points, alors que faire ? il faut s'intéresser aux acteurs, parce que devant l'irruption d'événements, le tempérament de l'homme, sa tête, sa capacité à résister au stress, son optimisme, vont jouer un rôle essentiel. Donc, foin de courbes, maintenant voyons l'homme.*

E. S. : D'une certaine manière, vous dites que l'influence d'un chef d'entreprise ne peut pas être mathématisée, et vous avez raison ; c'est d'ailleurs pourquoi la rencontre de la hiérarchie des entreprises nous facilite les choses. Les publications de résultats trimestriels sont évidemment utiles, mais il ne faut pas se soumettre à leur dictature.

De la gestion indicielle

Int. : *Le développement de la gestion indicielle ne risque-t-il pas de diminuer le rôle des analystes dans leurs relations avec les grandes entreprises, puisque dès lors qu'elles sont dans un indice – le CAC 40 ou l'Euro STOXX 50 –, elles figureront dans les portefeuilles ?*

E. S. : Choisir une gestion indicielle, c'est choisir une représentation de la majorité d'une économie. Ce système est simple et pratique, mais si l'économie va mal, ses principaux représentants vont mal. Donc la combinaison de l'utilisation d'indices et de choix très spécifiques permet éventuellement d'obtenir de meilleurs résultats.

B. C. : Cela dit, si de nombreux fonds sont gérés sur un indice, ce sont ceux qui ne jouent pas cet indice qui font le cours. S'il monte, son poids dans l'indice augmente, et les gens des fonds indiciels achètent, ce qui a tendance à renforcer les fluctuations.

Une notoriété dangereuse

Int. : *Est-ce qu'on doit pousser la note de gueule ou de comportement pour finalement voir des affaires comme Enron ?*

B. C. : Quand on pousse à l'extrême les concepts financiers, on va à l'absurde. Si par exemple le cours de vos stock-options atteint pendant une seconde un tel niveau que vous pouvez, en les vendant, toucher mille fois votre salaire fixe, on se met dans les conditions de dérive maximum du système car il faut être héroïque pour y résister. Chacun pense pouvoir gagner à la loterie, et il a toujours fallu protéger les gens contre eux-mêmes et contre ceux qui peuvent les manipuler dans ce sens.

E. S. : Mais que faire contre les escrocs ? Si vous ignorez que des gens maquillent et trafiquent des comptes, le système s'emballé et la bulle éclate au grand jour. Ça a été effectivement terrible dans le cas de Enron, avec les conséquences que l'on sait sur la stabilité des marchés financiers. On ne peut concevoir de marché financier sans le respect d'un certain nombre de règles éthiques et déontologiques, et de règles de fonctionnement bien comprises et acceptées par tous.

Cela dit, la note de gueule intervient peu sur le cours de Bourse, contrairement à l'opacité ou la transparence d'information dont l'influence est évidente : puisqu'il est impossible d'évaluer une entreprise qui refuse de répondre aux questions des gestionnaires, ces derniers s'abstiennent évidemment d'acheter, et le cours baisse. La transparence financière est nécessaire pour que le cours de Bourse se tienne, mais ce n'est évidemment pas une condition suffisante.

Le développement durable

Int. : *Il est maintenant considéré sain de mesurer la performance de l'entreprise sur des phénomènes durables, tels que l'environnement social. Comment intégrez-vous dans la gestion de vos portefeuilles la mesure de ce genre de performance ?*

E. S. : Dans l'idée de développement durable, il y a celle de durée, ce qui rejoint une des préoccupations de l'entreprise, sa pérennisation. Des analystes sociétaux évaluent maintenant les entreprises au-delà des stricts paramètres financiers, et des entreprises comme par exemple Lafarge, L'Oréal, STMicroelectronics et bien d'autres affichent leur souci d'un développement durable. Il faut cependant en analyser les conséquences financières ; il arrive parfois que cette démarche pousse à une certaine rigueur quant à l'utilisation des matières et des instruments industriels ; les économies qui en résultent sont tout à fait compatibles avec la logique financière.

B. C. : Il y a maintenant dans les entreprises une cohérence de qualité totale qui inclut les préoccupations de développement durable ; de la même façon qu'on ne se pose plus la question de savoir si la qualité des produits coûte trop d'argent, car on sait que finalement elle en rapporte. Il en est de même de la protection de l'environnement ou du développement durable. C'est un des points sur lequel le monde industriel et le monde financier se rencontrent.

Conclusions

E. S. : Sachant qu'il n'est pas possible de concevoir un marché financier sans information, comment juger de la qualité d'une entreprise ou de son management ? Dès lors que les entreprises font des prévisions, qu'elles s'y tiennent et qu'elles communiquent, elles font une grande partie du chemin en faveur des gestionnaires de fonds, car cela leur permettra de travailler dans de bonnes conditions pour satisfaire les attentes de leur clientèle.

B. C. : On peut avoir une lecture dramatique des récents dysfonctionnements, mais on peut aussi se dire que cette situation des deux ou trois dernières années a été l'occasion de la purge d'un certain nombre d'illusions, de décalages culturels tels que l'excès de "financiarisation" difficile à supporter pour des chefs d'entreprise obligés de travailler dans la durée. Ce retour rapide du balancier signifie qu'on va plutôt vers un équilibre plus satisfaisant pour un chef d'entreprise français de sensibilité européenne, que vers la généralisation de la culture anglo-saxonne avec un marché parfait et omniscient ; c'est plutôt réconfortant d'espérer pouvoir être performant sans devoir adopter des modèles mono-dimensionnels qui ne sont pas tout à fait en phase avec nos principes et nos traditions.

Présentation des orateurs :

Bertrand Collomb : président de Lafarge depuis mai 2003 après en avoir été président directeur général depuis 1989 ; il est aussi administrateur de plusieurs sociétés, président de l'AFep et membre de l'Institut (Académie des sciences morales et politiques).

Emmanuel Soupre : Sciences économiques et IEP, directeur de la gestion européenne chez NSM Gestion ; de 1981 à 1986, analyste financier diplômé de la SFAF ; il est aussi membre de l'International Advisory Board d'Euronext, de la commission Gouvernement d'Entreprise de l'AFG-ASFFI, des commissions Valeurs moyennes de la SFAF et de Paris-Europlace et maître de conférence à l'IEP pour la majeure Marchés financiers.

Diffusion juillet 2003