

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

<http://www.ecole.org>

**Séminaire  
Vie des Affaires**

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

Accenture  
Air Liquide\*  
ANRT  
AtoFina  
Caisse Nationale des Caisses  
d'Épargne et de Prévoyance  
CEA  
Chambre de Commerce  
et d'Industrie de Paris  
CNRS  
Cogema  
Conseil Supérieur de l'Ordre  
des Experts Comptables  
CRG de l'École polytechnique  
Danone  
Deloitte & Touche  
DiGITIP  
École des mines de Paris  
EDF & GDF  
Entreprise et Personnel  
Fondation Charles Léopold Mayer  
pour le Progrès de l'Homme  
France Télécom  
FVA Management  
Hermès  
IBM  
IDRH  
IdVectoR\*  
Lafarge  
Lagardère  
Mathématiques Appliquées  
PSA Peugeot Citroën  
Renault  
Saint-Gobain  
SNCF  
Socomine\*  
THALES  
TotalFina Elf  
Usinor

\*Uniquement pour le séminaire  
Ressources Technologiques et Innovation  
(liste au 1<sup>er</sup> janvier 2001)

**LA RELATION AVEC LES ACTIONNAIRES  
DANS UNE MULTINATIONALE FRANÇAISE**

par

**Bertrand COLLOMB**  
PDG de LAFARGE

Séance du 30 juin 1995  
Le compte rendu a été rédigé par Michel BERRY

**Bref aperçu de la réunion**

En théorie, les actionnaires français ont beaucoup de pouvoir, plus même que leurs homologues anglo-saxons. Mais dans les faits, le PDG est une sorte de monarque, peu menacé par le contrôle de l'assemblée des actionnaires, notamment parce qu'en droit français l'intérêt de la société prime sur celui des actionnaires. Cette exception française étonne souvent les étrangers.

Mais la logique des marchés financiers et le poids des Américains avec la globalisation financière feront émerger de nouvelles modalités de relations des entreprises françaises avec leurs actionnaires. C'est en tout cas la voie dans laquelle s'est engagé le Groupe Lafarge.

*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.*

## EXPOSÉ DE BERTRAND COLLOMB

Les relations avec les actionnaires sont d'actualité avec les débats sur la corporate governance. Des événements récents ont d'ailleurs montré que les actionnaires ont plus de poids qu'on ne l'imaginait. J'aborderai ce sujet à partir de l'expérience internationale de Lafarge. Je voudrais montrer que l'"invisible" (le latent) est aussi important que le visible : les attentes et les comportements des actionnaires créent un champ de jugement qui peut avoir plus d'influence sur la stratégie de l'entreprise que les débats des assemblées générales ou des conseils d'administration. J'analyserai le problème selon trois approches :

- en précisant le cadre légal français,
- en étudiant le comportement des actionnaires sur les marchés financiers,
- en évoquant les comportements des dirigeants vis-à-vis des actionnaires.

### **Le rôle légal de l'actionnaire : l'exception française**

Le système juridique français est marqué par des principes différents de la plupart des droits des sociétés étrangers, notamment du droit américain.

#### *Une distinction entre les intérêts de la société et ceux des actionnaires*

En droit américain une société est un contrat entre actionnaires. Tout est fait dans leur intérêt dont les administrateurs sont les garants. Le droit français distingue au contraire les intérêts des sociétés et ceux des actionnaires : la société a un intérêt social défini par des règles fixées par le législateur, qui laissent des souplesses limitées aux actionnaires. Cela a pu conduire à des situations incongrues aux yeux des Américains. Un actionnaire américain avait ainsi voulu imposer à sa filiale française le respect d'une règle de non vente à un pays étranger qui risquait de la mettre en faillite mais les tribunaux ont jugé cette mesure contraire à l'intérêt social de l'entreprise, qui doit primer sur l'intérêt de l'actionnaire.

Je fais partie du comité Viénot créé par l'AFEP et le CNPF, pour réfléchir sur la corporate governance de nos sociétés. Il a vivement débattu de cette question : certains, très engagés dans les sphères américaines, ont trouvé ce schéma absurde et dépassé mais la majorité a pensé que la notion d'intérêt social traduisait bien une conception française, et même européenne, du rapport entre les sociétés et leurs actionnaires.

#### *La SA : un cadre unique pour des contextes variés*

Je n'aborderai ici que le cas des sociétés anonymes (SA) qui correspond au statut de Lafarge. Il n'en existait qu'un seul modèle légal pour toutes les entreprises, quelles que soient leur domaine et leur taille, que leur actionnariat soit dispersé ou non, qu'elles soient internationales ou non. Ce n'est pas très commode et on en arrive parfois à des situations proches de l'absurde. Par exemple, comme il faut au moins sept actionnaires pour constituer une SA, une filiale "à 100 %" doit prévoir au moins six actionnaires disposant d'une action, qui signent en général un document dans lequel ils s'engagent à revendre leur action à première demande. La création d'un statut de SA simplifiée a été décidée pour traiter ce problème. En droit français la notion de groupe n'existe pas et chaque société est une entité indépendante.

#### *Une démocratie monarchique*

La SA est une sorte de monarchie tempérée par une capacité de révocation souple du monarque. L'Assemblée générale (AG) a été conçue selon un modèle démocratique : une action donne une voix (schéma tempéré récemment par des droits de vote doubles ou des limitations de vote). Elle peut révoquer à tout moment les membres du conseil, donc le président (qui doit obligatoirement être membre du conseil). Cela s'est d'ailleurs produit récemment. Il faut noter que la démocratie de la représentation des actionnaires est plus forte que dans la plupart des autres droits, qui prévoient des dispositifs restreignant les votes à une partie du capital. Chez

Philips en particulier, il n'y a que sept actions avec droit de vote, détenues par une fondation présidée par l'ancien président de Philips.

Le conseil d'administration est élu par l'AG et le président par le conseil. Il peut révoquer le président *ad nutum*, c'est-à-dire à tout moment et sans indemnités. Toute clause prévoyant des indemnités dans les contrats des présidents est interdite : elle est réputée contraire à l'ordre public car elle peut limiter la liberté du conseil de révoquer son président. Dans la pratique on trouve souvent des arrangements financiers, mais sans commune mesure avec les indemnités des patrons américains. Les patrons français ont ainsi un statut plus précaire que les patrons allemands qu'il est impossible de révoquer (mais ils sont nommés pour une durée limitée). Ils sont dans une situation personnelle plus vulnérable que les patrons américains qui peuvent être révoqués à tout moment mais avec des indemnités considérables.

Le président doit obligatoirement être directeur général. Ce curieux principe de concentration des pouvoirs s'appelle le ... Führer Prinzip. Il a été introduit en droit français en 1940, donc pendant l'époque nazie. C'était une réaction à certains scandales survenus avant la guerre. A l'époque, les rôles de président et de directeur général étaient distincts, les présidents étaient souvent nommés à titre purement honorifique. Quand on cherchait un coupable, les présidents disaient qu'ils ne savaient pas ce qu'il se passait dans l'entreprise et les directeurs généraux qu'il fallait s'adresser au président. Pour remédier à cette impuissance, on a décidé qu'il ne fallait qu'une tête et on a introduit un principe qui ne correspondait qu'à l'idéologie du moment, car le droit allemand actuel est en fait très collégial. La concentration des pouvoirs en France vient donc d'un principe de droit allemand jamais appliqué en Allemagne et introduit en France pendant une période suspecte. Mais lorsqu'on veut remettre en cause aujourd'hui ce principe, les juristes protestent comme si on s'attaquait à une cathédrale.

#### *Les pouvoirs étendus du PDG et du conseil d'administration*

Le président et le conseil ont les mêmes pouvoirs, ce qui paraît aussi curieux. Ils sont considérables. Je pourrais vendre 60 % des actifs de ma société sans demander l'accord du conseil ou des actionnaires : il faut que l'objet social de la société indiqué dans les statuts soit modifié pour devoir demander l'accord préalable des actionnaires. Comme l'objet social est rédigé en termes très généraux il est rare qu'on puisse soutenir qu'il a été changé. Un patron américain ne peut pas faire un investissement de plus de quelques millions de dollars sans l'autorisation de son conseil. Notre droit est atypique et les étrangers n'y comprennent rien et lorsque nous passons des contrats avec des entreprises étrangères elles nous demandent l'approbation de notre conseil pour des décisions qui ne le nécessitent pas; mais nous leur donnons satisfaction.

En revanche, en droit français, l'approbation des actionnaires est nécessaire pour tout ce qui affecte le capital des sociétés : le nombre d'actions, leur répartition en différentes catégories ou la façon dont les dividendes sont répartis entre les actionnaires. En droit américain au contraire le conseil peut changer les statuts et modifier le capital sans solliciter l'accord des actionnaires.

#### *Le droit et les pratiques : limiter les dérives*

Au total, les actionnaires ont en droit français plus de pouvoir qu'en droit américain et les patrons français que leurs homologues étrangers tout en étant plus vulnérables. Ce modèle légal conduit bien sûr à des réalités différentes selon les structures du capital. Si la société n'a que quelques gros actionnaires, le conseil d'administration est le principal lieu de négociation. Si elle a un actionnaire fortement majoritaire, on observe une ligne de subordination entre l'actionnaire et le management de la société. C'est dans le cas des sociétés à actionnariat dispersé qu'on peut observer le schéma souvent critiqué : le président propose à l'assemblée des administrateurs qui élisent ensuite le président; le conseil approuve plus qu'il ne contrôle; les actionnaires présents en AG ne représentent que quelques pour cent des voix, le conseil ayant reçu 30 à 40 % des pouvoirs.

Dans ce dernier cas, la clé est le conseil d'administration car il est impossible de remettre en cause la gestion du président en AG, sauf "proxy battle", c'est-à-dire sauf si un actionnaire recueille des pouvoirs pour s'opposer au président. À ma connaissance, cela ne s'est jamais produit en France. Aux États-Unis des proxy battles surviennent, on trouve même des sociétés

qui aident pour le recueil des pouvoirs, mais il est rare que les opposants gagnent. Si donc le président a pour lui le conseil, il gouverne à sa guise. Cela explique la focalisation des débats en matière de corporate governance sur le rôle, la composition et le fonctionnement des conseils. Les risques de dérive sont plus grands en France qu'aux États-Unis où les actionnaires mécontents peuvent facilement assigner en justice un administrateur. Comme de tels procès se produisent depuis trente ans, les administrateurs ont cherché à établir des fonctionnements des conseils les garantissant contre ces risques.

### **Le poids des marchés financiers**

La société a besoin de capitaux qu'elle recueille sur le marché financier. L'actionnaire est alors un investisseur qui achète des actions si les perspectives de la société lui paraissent favorables et les vend sinon. On peut distinguer deux périodes en France : avant et après 1980.

#### *Le tournant des années 80*

Avant 1980, les taux d'intérêts réels étaient souvent négatifs à cause d'une inflation élevée. Les marchés nationaux étaient compartimentés : les investisseurs n'avaient pas le droit d'acheter à l'étranger et ils avaient le choix entre des obligations à taux d'intérêt réels négatifs et des actions. Il n'y avait pas d'OPA : même si les cours des actions étaient bas, personne n'avait la mauvaise éducation d'annoncer qu'il voulait les racheter plus cher que le prix du marché. Le niveau de performance attendu par les actionnaires était donc modeste. J'ai d'ailleurs été surpris en regardant l'histoire de notre société, qui a toujours eu une bonne image, de voir qu'elle a donné à ses actionnaires un faible rendement dans la période 60-70 : elle garantissait à peu près un capital en francs constants. Mais comme les actionnaires ne pouvaient trouver mieux, ils étaient contents d'avoir le maintien de leur capital.

Mais depuis, tout a changé. Les investisseurs ont aujourd'hui un très grand choix. Ils peuvent investir dans une grande variété de produits financiers et dans n'importe quel pays. Le poids des déficits publics et l'insuffisance de l'épargne disponible entraînent des taux d'intérêts réels très élevés. Les investisseurs peuvent donc se tourner vers des placements sans risques très rémunérateurs. De plus, si le cours des actions baisse trop, il y a un risque d'OPA. Le cours de bourse est donc devenu important dans la stratégie de l'entreprise.

#### *Un nouveau critère de gestion : le résultat par action*

Qu'est-ce qui détermine la valeur d'une action ? De nombreux travaux essaient de l'approcher. La formule de Gordon-Shapiro l'estime à la valeur actuelle des dividendes futurs. D'autres approches estiment l'actif net de la société à la valeur actuelle des résultats futurs. Ces deux formules conduisent à des résultats différents mais le résultat par action est un indicateur important dans les deux cas. Le PER (multiple du résultat par action) dépend du taux d'intérêt des obligations, de la croissance attendue et d'une prime de risque que les boursiers estiment. On peut donc faire des modèles pour déterminer la valeur théorique de l'action. Des banques publient des courbes comparant les performances effectives et ce qu'elles devraient être compte tenu des tendances de fond du marché.

Le résultat par action est alors devenu un instrument de jugement essentiel de l'entreprise par les marchés financiers. Il faut donc que les agents de l'entreprise intériorisent ce paramètre, ce qui est très difficile à obtenir. Ils ont en effet pris l'habitude de se fonder sur les résultats industriels ou sur le résultat net, qui sont des critères différents. J'ai eu en particulier des discussions considérables sur ce point avec des cadres de Lafarge il y a sept ou huit ans : s'ils comprenaient que l'entreprise devait se développer, ils ne voyaient pas pourquoi le résultat par action devait croître sans cesse. Ma réponse a été simple : si les résultats ne croissent pas, les investisseurs ne viennent pas. Le message est à peu près passé aujourd'hui. Cette vision nouvelle a plusieurs conséquences importantes sur le management de l'entreprise.

#### *L'actionnariat dans l'entreprise*

Une première conséquence est le développement de l'actionnariat dans l'entreprise. Pour internaliser cet objectif externe, les Américains ont inventé un système d'intéressement des

dirigeants en créant les stock-options, qui rendent leurs bénéficiaires automatiquement sensibles au cours de l'action. Les entreprises ont aussi fait d'importants efforts pour développer l'actionnariat des salariés, jusqu'à financer aux trois quarts des plans d'épargne en actions. Chez Lafarge, 80 % du personnel français est actionnaire et on me parle maintenant du cours de l'action chaque fois que je vais dans notre groupe en France. Nous allons développer ce type d'actionnariat à l'étranger. Mais cela crée aussi des difficultés à cause de la volatilité des marchés financiers. En particulier, les gens ne comprennent pas que le cours puisse baisser quand les résultats de l'entreprise augmentent. Il faut donc faire de la pédagogie et expliquer que les effets des résultats jouent surtout à moyen ou long terme.

### *L'impératif de création de valeur des actifs nets*

La création de valeur des actifs nets devient importante car c'est elle qui fait augmenter le résultat par action. Les entreprises les plus sérieuses utilisent des indicateurs de rentabilité d'actifs, mais beaucoup sont loin d'avoir fait ce pas. M. Haberer, président du Crédit Lyonnais, avait ainsi affirmé que le résultat par action n'avait aucune importance pour une entreprise appartenant à l'État : son entreprise allait très bien car elle avait doublé ses actifs (par divers achats d'activités) pendant que son résultat avait augmenté de 30 %. Pour moi le résultat par action avait diminué ainsi que la rentabilité de ses actifs.

### *Le bon tempo du recours au marché*

Cette importance du cours de l'action a amené les entreprises à affiner les conditions dans lesquelles elles recourent au marché. Il existe toutefois de fortes différences entre cultures. Les Anglais font des augmentations de capital en toutes circonstances, même quand les cours sont bas : comme elles sont réservées aux actionnaires existants, les entreprises se disent qu'une augmentation de capital à bas cours est bonne pour l'actionnaire et que c'est une façon de répartir les dividendes. En revanche, les entreprises françaises doivent toujours être prudentes car elles ne limitent pas comme les américaines leurs augmentations de capital à leurs actionnaires : si les cours sont trop bas, cela risque de diluer les actionnaires si des nouveaux entrent; s'ils sont trop haut, cela ne donne pas de perspectives sérieuses de plus-value pour les investisseurs.

## **Les cours des actions en théorie et en pratique**

Si ces modèles se vérifient probablement à moyen ou long terme, ils n'appréhendent pas les fluctuations du marché. Or celles-ci sont incessantes et peuvent être d'amplitude importante.

### *L'entreprise et les joueurs*

L'actionnaire peut en effet sortir à tout moment. S'il entre quand les cours sont bas et sort quand ils sont hauts, il peut faire une belle plus-value. Les points de vue des entreprises et des actionnaires par rapport à la fluctuation des cours sont souvent contraires. La volatilité des cours est une source de perturbations pour l'entreprise car elle crée des occasions d'OPA et suscite le trouble chez les salariés-actionnaires. Mais les actionnaires professionnels ne sont intéressés que par les titres volatiles : ils n'ont pas envie d'attendre dix ans pour toucher leur plus-value. Il en résulte des problèmes d'ajustement entre la stratégie de l'entreprise et la logique des marchés financiers.

### *Les marchés ont-ils de la mémoire ?*

Puisque la stratégie de l'entreprise se joue dans la durée une question se pose : les marchés ont-ils de la mémoire ? Notre expérience donne des observations contradictoires. Nous avons eu une période difficile en 81-82, où nous avons dû affronter une grosse récession et où nous avons fait quelques erreurs. Le résultat est presque devenu nul et le cours de l'action a baissé à 80 F, ce qui correspond à 20 F pour les actions actuelles puisque nous les avons divisées par quatre (le cours actuel est de 380 F). Nous nous en sommes sortis et avons fait de

brillants résultats de 85 à 89 mais les cours n'ont pas récompensé cette performance. Nous avons donc l'impression que le marché avait de la mémoire.

Nous avons à nouveau affronté une forte récession entre 90 et 93 en nous en sortant plutôt mieux que les autres. En 94 notre résultat net absolu est identique à celui de 89 et notre résultat par actions de 20 à 30 % en dessous. Pourtant je suis souvent félicité pour notre performance. On pourrait alors se dire que le marché n'a pas de mémoire.

Il faut sans doute appréhender les choses de manière relative. En 90-93 la conjoncture était difficile pour tous et nous nous en sommes mieux sortis que d'autres; on nous en fait crédit en oubliant que nous avions de meilleurs résultats avant la crise. En 81-82 on avait moins bien réussi que les autres et on s'en est rappelé.

### *Un mimétisme simplificateur*

Les actionnaires ne peuvent appréhender le fonctionnement de l'entreprise dans toute sa complexité et deux phénomènes se produisent qui rendent difficile la communication des entreprises : le mimétisme et le réductionnisme, accentués par la globalisation financière.

Tout le monde lit maintenant le *Wall Street Journal* et a tendance à réagir comme les Américains. Pour donner une illustration des effets de ce mimétisme réducteur je peux citer un travail fait par un analyste financier qui a placé sur un même graphique les cours sur une durée de 2-3 ans de notre filiale américaine et ceux de la maison-mère. Il y a une corrélation quasi-parfaite, sans aucune raison économique : Lafarge Corp ne représente que 30 % de notre CA et nous n'en détenons que 53 %, cela ne constitue donc qu'environ 15 % du groupe; la conjoncture américaine n'est pas du tout en phase avec celle de l'Europe ou de l'Asie; les résultats de Lafarge Corp n'ont pas varié comme ceux du reste du groupe.

La seule raison de ce parallélisme est la suivante. Nous avons beaucoup d'actionnaires étrangers dont 15 % d'Américains, qui sont les plus réactifs. Le prix du marché est fait par les derniers qui entrent ou sortent et les investisseurs étrangers se décident en fonction d'une vision très schématique. Ils achètent une valeur "française" parce qu'elle est cotée à Paris (même si nous faisons 95 % de notre chiffre d'affaires hors de France, nous serions une valeur française). S'ils sont inquiets sur la situation française, ils vendent des françaises. Les Américains étaient par exemple inquiets de voir deux candidats du même parti aux élections présidentielles : dans un pays normal il y a deux candidats de deux partis différents. Ils ont donc vendu des françaises. Lafarge est considérée comme une valeur cyclique (elle est "early cyclical"). Si on sent que l'activité va se ralentir aux USA on achète des early cyclical, sans se demander si les cycles sont en phase aux États-Unis et en Europe : c'est trop compliqué. On se décide donc en fonction de ce genre de critères réducteurs qui valent autant pour Lafarge que pour Lafarge Corp.

Ce mimétisme et ces simplifications étant très perturbants pour l'entreprise elle cherche à en limiter les effets par une gestion appropriée de sa relation avec ses actionnaires.

### **La gestion de la relation avec les actionnaires**

Surmonter les instabilités, c'est éviter qu'à la moindre crise conjoncturelle, au moindre incident, les actionnaires vendent en faisant effondrer les cours, ce qui crée une menace de prise de contrôle externe. Il faut pour cela fidéliser autant que possible l'actionnariat.

#### *L'actionnariat de Lafarge.*

Notre actionnariat résulte de notre histoire. Nous avons commencé dans la vallée du Rhône et nous avons encore une concentration importante d'actionnaires de cette région. Nous avons voulu lever des fonds importants dans les années 70-80 et il était difficile d'en trouver sur le marché français. Nous avons alors utilisé tous les moyens de financement internationaux et avons été innovants sur les produits comme les obligations à warrants, les bons de souscription d'actions à warrants, etc. Cela nous a amené un taux important d'actionnaires étrangers.

J'ai mis en place un système de veille systématique de notre actionnariat, qui me permet de vous donner quelques statistiques. Nous avons aujourd'hui 125 000 actionnaires, dont environ 123 000 personnes physiques, qui détiennent 30 % du capital.

Parmi les personnes physiques, 70 % ont plus de cent actions, 50 % sont des inactifs (10 % de plus qu'en 87), 22 % sont des cadres supérieurs ou des chefs d'entreprises. Leur âge médian est de 55 ans. 91 % possèdent d'autres actions. Ce sont donc des investisseurs ayant tout un portefeuille d'actions, contrairement aux actionnaires des entreprises privatisées. Quelques chiffres permettent d'évaluer la fidélité de l'actionnariat : 34 % ont des actions depuis plus de dix ans, certains depuis plusieurs générations; 56 % (34+22) depuis plus de cinq ans; 24 % depuis moins de deux ans. Il y a donc deux catégories : les investisseurs et les joueurs. D'ailleurs quand nous offrons de réinvestir des dividendes en actions ceux qui les possèdent depuis plus de cinq ans réinvestissent et les autres non.

Des institutionnels étrangers représentent 40 % du capital, les 2/3 venant par la place de Londres. Ils ne sont pas tous bien identifiés, mais nous savons que nous avons par exemple le fameux fonds des Scottish Widows, que nous allons rencontrer régulièrement à Edimbourg et Glasgow pour leur expliquer notre stratégie. Il y a probablement, comme je l'ai dit, 15 % d'Américains, certains par Londres, d'autres directement. Nous avons enfin 30 % d'institutionnels français.

### *Stabiliser le capital sans le verrouiller*

Afin d'éviter des manœuvres et des surprises, mais sans verrouiller le capital, nous avons pris des mesures techniques de stabilisation. Nous demandons en particulier des notifications de dépassements de seuils afin d'éviter qu'on puisse constituer un paquet d'actions sans que nous le sachions. C'est un souci éthique qui nous a fait refuser le verrouillage du capital : si quelqu'un propose 50 % de plus que les cours de bourse et que je suis incapable d'expliquer à mes actionnaires que je pourrais faire mieux, il est sain que je puisse être écarté. Mais notre système est tel que cela coûte le maximum à l'offreur et qu'il ne peut pas le faire par surprise. Mon prédécesseur, Olivier Lecerf, disait qu'il acceptait les raiders mais pas les rôdeurs.

Nous avons deux éléments de stabilité chez nos actionnaires.

- Premier élément : une douzaine d'institutionnels identifiés nous ont dit, ou même écrit, qu'ils étaient là en principe pour la durée. Ce n'est pas un engagement indéfectible mais, s'ils veulent vendre, ils se sont engagés à nous prévenir avec un préavis suffisant pour que nous puissions leur proposer un acheteur. Il y a des Français et des étrangers, des industriels et des financiers. Ils représentent 25 % du capital et ont chacun entre 1 et 3 % du capital. Ce n'est pas un noyau dur ni un pacte d'actionnaires (ils ne se sont pas engagés à voter pour le management) et ils ne se connaissent pas. C'est ce que j'appelle mon lest non verrouillé.

- Deuxième élément les investisseurs individuels ne sont pas prêts à bouger au premier coup de vent, même s'ils seront tentés si on leur offre 50 % au dessus du cours de l'action. Mais, avec eux, on a au moins le temps de s'expliquer avant qu'ils se décident. D'où une stratégie d'information financière fondée sur la transparence et la prédictabilité, qui ressemble à celle qu'a eue l'Air Liquide depuis dix ans.

### *De l'art d'informer les actionnaires*

Le marché a horreur des surprises et il faut donc les éviter. Quand par exemple vous savez que vos résultats vont être moins bons il faut distiller l'information plusieurs mois à l'avance. Nous sommes en particulier inquiets si le consensus des analystes prévoit de meilleurs résultats que nous. Il faut alors leur donner, non pas des prévisions, mais des éléments factuels qui les amènent à rapprocher leurs prévisions des nôtres. Si jamais nous avons nous-mêmes des surprises, il faut essayer de les lisser pour éviter l'effet de surprise du marché boursier. On se plaint souvent du comportement à court terme des actionnaires mais ce n'est pas toujours vrai, même des actionnaires institutionnels : il faut leur donner une visibilité sur la stratégie et les méthodes de management de façon à leur inspirer confiance. Les nôtres sont par exemple

actuellement inquiets parce que nous gagnons beaucoup d'argent : ils ont peur que nous fassions des bêtises. Il faut donc leur expliquer les critères selon lesquels nous investirons.

Il est difficile d'informer les personnes physiques : leur envoyer une information personnelle coûte cher et les fichiers des banques ne sont pas très à jour pour les actionnaires individuels. On peut cependant diffuser des informations financières par quelques journaux spécialisés. Nous faisons des réunions d'actionnaires dans des villes de province mais nous n'avons que deux cents personnes et nous nous interrogeons sur l'impact de ce type d'information. Nous avons inauguré une nouvelle formule l'année dernière avec le *Journal des Finances*. Nous avons organisé des réunions à Lyon et Marseille, en envoyant une invitation avec un questionnaire aux actionnaires (le journal informait aussi de ces réunions et diffusait le questionnaire). Le journal sélectionnait les douze meilleures réponses et les invitait à participer à trois tables rondes avec un journaliste comme modérateur et moi-même pour répondre. Chaque réunion a attiré mille personnes, qui ont paru satisfaites. Le journal a diffusé un compte rendu des débats. Il nous a semblé que ce type d'action avait un impact significatif.

### *L'utilité des Assemblées générales.*

Les AG ont souvent mauvaise presse chez les dirigeants. Ils trouvent le rituel très lourd pour un enjeu faible : les personnes présentes ont souvent une moyenne d'âge élevée, ne représentent que quelques pour cent du capital et posent des questions énervantes. Pourtant les AG sont importantes, de façon parfois indirecte. En particulier il faut avoir une force peu commune pour faire face pendant plusieurs heures à deux ou trois cents des actionnaires mécontents, même s'ils ne sont plus de la première jeunesse, et surtout si on n'a pas parfaitement bonne conscience. Cela pousse à réfléchir pour éviter que cela se reproduise aux AG suivantes. Il m'a semblé que, puisque les AG ont leur utilité, autant les rendre intéressantes. Nous les organisons maintenant en présentant avec soin les rapports, ce que les actionnaires semblent apprécier.

### *Le visible et l'important*

Cela dit, ce n'est pas la vivacité des questions posées en AG ni la longueur des réunions qui témoignent du contrôle réel des actionnaires. Dans notre filiale Lafarge Corp l'AG se tient dans une petite salle avec tous les membres du conseil et guère qu'un ou deux actionnaires (alors qu'il y a 47 % du capital dans le public). La réunion dure vingt minutes et se déroule selon un rituel bien réglé. Et pourtant le contrôle est bien plus fort qu'en France. Mais cette contrainte relève de l'invisible, notamment la responsabilité des administrateurs et les menaces de procès. La relation entre les entreprises et leurs actionnaires est donc complexe et les moments où les représentants des deux parties sont en présence ne sont pas forcément les plus importants. Ce qui compte le plus est la façon dont les intérêts des actionnaires sont intégrés dans les objectifs de l'entreprise mais c'est un sujet dont on ne parle guère dans les débats sur la corporate governance.

## DÉBAT

### **A propos des stratégies financières**

**Un participant :** *Je fais partie d'une société de bourse après avoir été dans l'industrie et je mesure l'écart entre les deux mondes. Il me paraît maintenant regrettable que peu d'entreprises aient une stratégie de communication envers les marchés financiers.*

*Au sujet de la mémoire il me semble que les acteurs du marché estiment surtout les risques de mauvaises surprises. On peut raisonner par analogie avec le bonus-malus des assurances auto. Tant qu'une entreprise a une croissance de ses résultats par action avec une bonne prévisibilité, elle accumule des bonus. À la première mauvaise nouvelle elle a un malus. On met longtemps à acquérir une bonne image et on la perd vite.*



*La volatilité des cours est accentuée par la professionnalisation du marché français : les gérants de Sicav sont jugés chaque semaine par la presse spécialisée, ils n'ont donc plus qu'un comportement à la semaine.*

*Votre stratégie boursière est de viser une croissance du résultat par action et de fidéliser les actionnaires, pourquoi n'est-elle pas d'optimiser le cours de l'action ?*

**Bertrand Collomb (B. C.) :** C'est un objectif que je peux évidemment difficilement réfuter ! Mais qu'est-ce que cela veut dire en fait, optimiser ? Je serais un disciple de Simon en disant que j'ai une approche de type "satisficing" : je cherche un résultat satisfaisant par rapport aux attentes de mes actionnaires.

Si vous voulez parler d'optimisation impliquant une politique d'écrémage des actifs, j'y suis opposé. Nous avons certes introduit dans notre management un critère de rentabilité des actifs pour vérifier que nous avons des résultats suffisants mais je ne veux pas qu'on maximise ce critère : on réduirait la taille de l'entreprise en ne gardant que ses meilleurs morceaux (au sens financier). Or je mets la croissance de l'entreprise au premier plan : dans un bocal où il y a de gros poissons, la survie implique la croissance. L'écrémage ne serait pas de bonne stratégie à long terme pour nous ni pour les actionnaires.

**Le même :** *Mais s'ils ne voient pas à long terme ?*

**B. C. :** Les Sicav sont quand même obligées de se soucier du long terme. Vous comprendrez pourquoi nous insistons pour la création de fonds de pension à la française : ils seraient jugés sur longue période et auraient un minimum d'actions françaises à détenir, ce qui serait bon pour les entreprises françaises.

**Question :** *Que pensez-vous de la pratique américaine consistant pour les entreprises à racheter leurs propres actions ?*

**B. C. :** Il est impossible en droit français de racheter ses actions et de les annuler : le capital est considéré comme la garantie vis à vis des tiers et ce principe est sacré (en fait des filiales peuvent acheter sous certaines conditions des actions de la société mère, mais sans pouvoir les annuler). En droit américain, le capital n'est pas sacré et on l'ajuste en permanence : si les entreprises veulent avoir moins de fonds propres et plus de dettes, elles rachètent leurs actions.

La rigidité juridique n'est pas le seul obstacle : la pratique américaine est liée à la capacité de lever des actions à tout moment sur un marché très large. Même si les analystes financiers me disent aujourd'hui que nous avons trop de fonds propres et pas assez de dettes (alors qu'ils disaient il y a deux ans que nous avions trop de dettes), j'hésiterais à racheter une part de notre capital car j'aurai probablement besoin de lever des actions dans deux ou trois ans et je ne suis pas sûr d'en trouver dans de bonnes conditions.

Enfin cette pratique est liée à l'horizon de court terme de la vie américaine : les analystes, toujours impatients, n'aiment pas les structures financières mal adaptées au contexte. Les entreprises s'adaptent donc sans cesse mais cela les installe aussi dans un horizon à court terme.

Pour toutes ces raisons, je ne suis pas prêt à faire ce type d'optimisation financière, même si c'était juridiquement possible.

### **Différentes attentes des actionnaires**

**Q. :** *Les grands groupes cimentiers mondiaux ont des actionnariats différents : Holderbank est un groupe familial par exemple. Cela a-t-il un impact sur les stratégies des groupes ?*

**B. C. :** Holderbank, en tant que groupe familial, a probablement une plus grande capacité de supporter les à-coups de court terme et peut avoir une stratégie plus audacieuse car il a moins à craindre les réactions de ses actionnaires. Blue Circle, grand groupe anglais, est au contraire sous la pression de la City. Il a ainsi dû se dégager du Mexique, où la City trouvait le risque trop grand, alors qu'il aurait pu y gagner beaucoup d'argent.

Mais les différences vont en diminuant. Holderbank lui-même a de plus en plus besoin de solliciter les marchés financiers et est amené à tenir de plus en plus compte des critères du marché anglo-saxon.

**Q. :** *Jean-Louis Beffa, PDG de Saint-Gobain, avait expliqué à ce même séminaire que les attentes des actionnaires variaient selon les pays, ce qui conduisait à des styles de stratégie différents<sup>1</sup>.*

**B. C. :** C'est vrai si l'on parle de l'Allemagne et plus encore du Japon. Mais les différences entre France, Angleterre et États-Unis s'amenuisent. Les investisseurs individuels français sont plus stables que les américains mais les institutionnels sont de plus en plus soumis aux mêmes contraintes. Tant que les grandes banques allemandes détiendront une part importante des entreprises, celles-ci ne seront pas soumises aux mêmes contraintes que les fonds de pension et les Sicav. Mais les banques ne découvriront-elles pas un jour qu'elles ont trop d'argent investi dans les grandes entreprises industrielles pour bien faire leur métier de banquier ?

**Q. :** *Avez-vous des représentants de fonds de pension à votre conseil ?*

**B. C. :** Non et c'est une erreur de croire que les fonds de pension américains en ont envie : ils auraient une responsabilité juridique dont ils ne veulent pas et ils perdraient la liberté de vendre quand ils veulent. Ils n'ont même pas envie d'intervenir dans la gestion : ils ne viennent pas aux AG et n'envoient pas leurs pouvoirs en dehors des États-Unis jusqu'à une date récente. Ils veulent simplement avoir la certitude que le système fonctionne assez bien pour qu'existe un mécanisme correctif s'il se passe quelque chose.

Ils n'interviennent en fait que dans les situations de crise. Nous avons fait par exemple en 1985 sur General Portland une OPA d'abord amicale puis inamicale. Le management de l'époque nous a bloqués par une action en justice, selon l'argument que notre offre n'était pas assez élevée. Au bout de six mois les fonds de pension sont intervenus auprès du management qui n'avait pas d'offre alternative et ils ont agi pour que la transaction se réalise à 10 % au dessus du prix que nous avons proposé.

### **Le fonctionnement des conseils**

**Q. :** *Les Américains décrivent souvent les conseils français comme des clubs d'old boys issus de la même école, la présence des représentants du personnel empêchant en outre tout débat. Qu'en pensez-vous ?*

**B. C. :** Certains conseils sont très mauvais et d'autres excellents. En 1975, un grand patron m'avait expliqué que le rôle d'un administrateur était de se taire et de soutenir le président. Heureusement ce n'était déjà pas la conception d'Olivier Lecerf, président de Lafarge à l'époque, du fait de son expérience américaine. Notre conseil fonctionne bien.

Que veut dire bien fonctionner pour un conseil ? Pas qu'il décide : il est trop difficile de comprendre ce qui se passe dans une entreprise pour pouvoir décider de façon valable en passant quatre fois deux heures par an dans un conseil. Voici comment un administrateur peut jouer son rôle :

- il doit être bien informé et être sûr qu'on ne lui masque pas des choses importantes;
- il doit savoir poser les questions permettant de tester la vraisemblance de ce qu'on lui dit;
- le président doit prendre au sérieux les questions de ses administrateurs; si certains sont dubitatifs sur un projet que je leur propose, je ne recule pas, sauf exception, mais cela me fait réfléchir et influence les projets que je leur propose la fois suivante.

La présence des représentants du personnel crée moins de difficultés qu'on imagine. En effet, la notion de groupe n'existant pas en droit français, les représentants du personnel sont ceux de la holding. Nous avons ainsi comme représentants deux secrétaires, un cadre et un comptable. Ils n'intervenaient jamais, car un conseil est impressionnant et traite de sujets complexes. Pour les mettre plus à l'aise, j'ai institué un petit déjeuner avec eux avant le conseil

---

<sup>1</sup> J. L. Beffa : "Comment être français et rechercher un leadership mondial", 31ème séance, mars 1992

pour les informer des sujets débattus et je crois qu'ils apprécient. Il n'y a pas eu de fuites par leur intermédiaire.

Mais il est vrai que cela gêne souvent les autres administrateurs qui ne savent pas jusqu'où aller dans la discussion en leur présence. En tout cas les Anglo-saxons ne comprennent pas. C'est pourquoi j'ai créé des comités du conseil où l'on peut discuter certains sujets plus à fond hors de la présence des représentants du personnel. Mais cela prend du temps et il est difficile de faire venir les plus éminents administrateurs à la fois au conseil et aux comités.

Il est vrai qu'en droit français le président peut transformer son conseil en chambre d'enregistrement s'il le veut. Ce sera toutefois de plus en plus difficile en pratique. Le comité Viénot devrait proposer prochainement des mesures pertinentes.

**Q. :** *Allez-vous adapter le rapport anglais Cadbury ?*

**B. C. :** Il vise les sociétés anglaises qui ont une corporate governance différente de la nôtre : l'aspect club est plus accentué, les conseils anglais ayant même comme administrateurs une majorité de membres de l'entreprise. Ces défauts sont cependant tempérés par la puissance de la City. Nous avons des problèmes en France, mais ils sont très différents. C'est pourquoi il est légitime de faire un rapport français.

### **Vers plus de conflits ?**

**Q. :** *Craignez-vous un développement des procès d'actionnaires contre les dirigeants ?*

**B. C. :** Il y a déjà beaucoup de procès en France. Il faut désormais faire très attention à la manière d'informer un marché qui réagit instantanément.

L'information est délicate et j'espère que nous n'en arriverons pas au même niveau de formalisme qu'aux États-Unis. En principe il est interdit de donner aux actionnaires une information différente de celle donnée au public : la théorie de la COB est qu'on ne doit pas communiquer avec eux autrement que par les communiqués. Mais elle sait qu'il faut bien parler aux actionnaires. Jusqu'à présent on arrive à gérer cette contradiction quand on le fait avec honnêteté : il faut de la rigueur pour éviter les délits d'initié.

Malgré cela il y aura de plus en plus de procès. Mais j'espère qu'on en n'arrivera pas à la situation américaine où le problème de la légitimité du procès passe après sa capacité de nuisance. Pour mon premier procès aux États-Unis j'avais demandé à mes experts si nous étions en tort et ils m'ont répondu que non mais qu'il fallait payer pour éviter un procès qui nous paralyserait pendant un an. J'espère vraiment qu'on évitera ce genre de problème.

**Q. :** *J'étudie les modalités de révocation des PDG et j'ai l'impression qu'on ne sait pas bien le faire. En particulier, la relation entre le PDG et ses actionnaires est beaucoup plus affective que celle entre un mandataire et son mandant dans d'autres domaines. En politique, on sait mieux dépersonnaliser les choses quand on révoque un responsable.*

**B. C. :** Comment traiter cette question de façon objective et dépassionnée ? Encore une fois il est très difficile d'apprécier de l'extérieur le fonctionnement d'une entreprise. Comment savoir alors quand les résultats ne sont pas bons si c'est dû à une mauvaise conjoncture ou un mauvais management ?

La seule façon d'objectiver serait d'instaurer un automatisme : on révoque un PDG qui n'a pas de bons résultats. J'ai connu une société anglaise où l'on disait : "*Vous faites les résultats ou vous êtes out*". Cela a conduit à des résultats catastrophiques. Réfléchissez : si, quand le marché a une baisse non prévue de 10 % et si le management tient le budget coûte que coûte, il est certain qu'il fait des erreurs de gestion. Ce poids excessif des résultats est un problème aux États-Unis. Quant au modèle du personnel politique je ne le trouve pas recommandable pour les entreprises, vu les à-coups qu'il entraîne.

Il ne faut certes pas attendre dix ans s'il y a un problème mais la précipitation n'est pas bonne conseillère : même aux États-Unis, IBM a mis longtemps avant de changer de président. Il faut quand même que le président se sente un minimum assuré de ses arrières pour affronter les vagues et les tempêtes de la vie des affaires.