

INTERNATIONALISATION DE LA BOURSE DE PARIS ET GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

DIDIER DAVYDOFF *

Si le thème du gouvernement d'entreprise a pris de l'importance au cours des années récentes, c'est en partie sous l'impulsion des investisseurs institutionnels achetant de plus en plus d'actions étrangères et confrontés à un mode de régulation du pouvoir dans l'entreprise souvent différent de leur pays d'origine.

Il n'existe pas de statistique officielle de ces flux d'investissement trans-frontières. On estime¹ cependant qu'au total près de 500 milliards de dollars ont, en net, franchi des frontières entre 1986 et 1993: en d'autres termes 500 milliards d'actions ont été achetés par des investisseurs non résidents à des résidents, sur le marché primaire ou secondaire (déduction faite du flux inverse). A fin 1993, 1280 milliards de dollars d'actions seraient ainsi détenus dans le monde par des investisseurs non-résidents, soit 9% environ de l'encours d'actions cotées à travers le monde. Leur présence sur les marchés les plus liquides est par ailleurs d'autant plus perceptible que le taux de rotation de certains de ces portefeuilles est élevé et engendre donc un volume important de transactions.

237

L'Europe a attiré plus de la moitié des investissements trans-frontières en actions de 1986 à 1993.

Pour ce qui concerne l'origine des fonds, ce mouvement d'internationalisation a dans un premier temps, au début des années 80, été initié par les investisseurs britanniques et par les banques suisses. Puis, les fonds de pension américains ont à leur tour engagé une diversification de leurs investissements, notamment à travers des fonds off-shore gérés du Royaume Uni. Ils représentent aujourd'hui l'essentiel des flux trans-frontières. Les japonais ont également participé à l'achat trans-frontalier d'actions, américaines surtout.

L'une des questions posées aux Bourses concernées par l'arrivée de ce nouveau type d'investisseurs est la diversité des modes de gouvernement

* Directeur des Etudes et de la Stratégie, Société des Bourses françaises.

¹ Source : M. Howell - A. Cozzini - Cross border equity flows : hot or cold ? - avril 1994

d'entreprise dans les pays concernés. La Fédération Internationale des Bourses de Valeurs (FIBV) a récemment réalisé une enquête auprès de ses membres pour recenser et comparer leur approche de ce sujet complexe. Si les Bourses ne sont évidemment pas en charge de la régulation du pouvoir dans l'entreprise, elles ne sauraient en effet y être indifférentes. Une action donne à son détenteur des droits pécuniers, mais aussi un droit de regard et de décision sur la gestion de son entreprise. Un marché efficient valorisera différemment les actions, selon l'étendue de ces droits non pécuniers.

Sur 27 Bourses ayant participé à l'enquête de la FIBV, 11 ont déclaré être investies d'une responsabilité en matière de gouvernement d'entreprise, contre 16 déclarant ne pas l'être. Il est significatif que plusieurs Bourses ayant répondu négativement à cette question générale, aient ensuite répondu être en charge de certains aspects spécifiques : il semble que la diversité des approches soit telle que, sur la définition même et le champ du gouvernement d'entreprise, il n'existe pas de consensus. Ce sont certainement les Bourses américaines qui ont les responsabilités les plus larges dans ce domaine, mais d'autres, comme la Bourse de Stockholm peuvent aussi intervenir sur un plan général à travers un ensemble de recommandations.

238

Dans certains domaines - tels que l'obligation de solliciter des procurations de vote (système de proxies) -, les Bourses américaines sont les seules à être compétentes. Sur les offres publiques obligatoires en cas de montée dans le capital d'un actionnaire dominant, qui affecte au moins indirectement le gouvernement d'entreprise, les Bourses sont de la même façon très rarement compétentes, cette matière étant généralement du domaine législatif.

11 Bourses sur 27 sont compétentes sur la question des droits de vote attachés aux actions : certaines, comme en Allemagne pour exiger une simple information sur les différents régimes, d'autres comme à Amsterdam en refusant la cotation de certificats sans droits de vote.

La composition du Conseil d'Administration est au cœur des discussions sur le gouvernement d'entreprise. L'équilibre entre les administrateurs dirigeants et les administrateurs extérieurs est l'objet d'une attention particulière aux Etats-Unis, avec la crainte que les dirigeants n'agissent pas dans l'intérêt des actionnaires. La réglementation de la Bourse de New-York prévoit ainsi la présence de deux administrateurs « extérieurs » au moins, dans le Conseil des sociétés cotées. Néanmoins, de manière générale, une majorité de Bourses n'interviennent pas dans ce domaine.

De même, une majorité de Bourses n'interfèrent pas dans les relations des sociétés avec leurs actionnaires, que ce soit en termes de communication, d'organisation des assemblées générales ou de publicité de la liste

des actionnaires ou de certains d'entre eux qui franchissent un seuil de détention du capital.

Sur un autre sujet sensible, la rémunération des dirigeants, les Bourses qui interviennent (9 sur 27) le font à travers une exigence de transparence plutôt que d'un mode de décision particulier. De manière générale, l'information donnée aux actionnaires et au marché paraît être au coeur des missions d'une grande majorité de Bourses : 20 d'entre elles, sur 27, sont compétentes sur l'information financière publiée par les sociétés cotées. Corrélativement, elles édictent souvent les normes applicables aux auditeurs externes.

Au total, dans quelques domaines (système des «proxies», réglementation des offres publiques), les Bourses ne sont qu'exceptionnellement compétentes. Mais sur la plupart des sujets, une minorité croissante d'entre elles interviennent, au moins à travers des recommandations. Les mêmes causes produisent les mêmes effets. En ce qui concerne la Place de Paris, on pourrait se demander si celle-ci n'est pas appelée à intensifier son action dans ce domaine.

Le développement du marché français des actions s'est inscrit dans la diversification des grands portefeuilles institutionnels.

Le tableau d'opérations financières en encours, qui s'intègre dans les comptes de patrimoine de l'INSEE, révèle que la part des non-résidents dans la détention d'actions cotées est passée de 12% à 19% entre 1977 et 1992 ⁽²⁾ et même 33 % pour ce qui concerne les actions cotées conservées par les établissements dépositaires interrogés dans le cadre de l'enquête-titres de la Banque de France. Si l'on oppose ces chiffres à ceux des actions *non cotées*, c'est le mouvement inverse qui est observé : la part des non-résidents dans leur détention aurait baissé de 50% au cours de la période, passant de 15% à 10%. La cotation en Bourse est bien, en France, l'outil ou au moins le signe d'une internationalisation des ressources en fonds propres.

L'ouverture du capital des sociétés cotées françaises s'inscrit de manière plus prononcée encore que dans les autres pays d'Europe, dans le mouvement de diversification internationale des portefeuilles institutionnels, gérés en particulier par des anglo-saxons. Si la France est l'un des pays dont les entreprises ont le plus ouvert leur capital aux non-résidents, c'est sans doute que ces derniers, confiants dans les perspectives de ces entreprises, ont eu tendance à sur-pondérer la France dans leur portefeuille. C'est peut-être aussi que les institutionnels français sont encore trop faibles pour équilibrer leur influence.

Ces constats montrent que la logique de l'investissement des non-résidents en actions française est plutôt financière qu'industrielle : ces investisseurs achètent des titres liquides, qu'ils pourront revendre facilement. On peut donc penser que la pression qu'ils exercent sur les dirigeants d'une entreprise rentable sera moindre que celle d'actionnaires de référence ou d'alliés industriels.

La pression sur les dirigeants d'une société donnée sera d'autant plus faible que la gestion de ces investisseurs est souvent quantitative et consiste en des choix de pays, plus que de sociétés individuelles. L'intérêt se concentre sur les indices boursiers-phares sur lesquels existent des marchés dérivés. Les options sur indice CAC 40 du MONEP sont ainsi traitées, pour moitié environ, par des non-résidents.

La nature financière de ces flux d'investissements vers la France n'implique cependant pas qu'ils soient passagers. Au delà des flux et reflux de la conjoncture, le fait que nombre de très grands intermédiaires internationaux se soient installés à Paris pour y devenir membres de la Bourse montre que l'on peut escompter que ce flux d'opérations perdure à moyen terme: le tiers des sociétés de bourse françaises (18 sur 56 à fin septembre 1994) sont maintenant filiales de grandes maisons étrangères.

Ce contexte éclaire l'intérêt récent des investisseurs internationaux, américains par exemple, pour les modalités de «gouvernement d'entreprise» en France.

Les entreprises françaises répondent d'ores et déjà largement à cette attente pour ce qui concerne la communication financière. Selon une enquête annuelle du Cabinet Dewe Rogerson auprès des investisseurs institutionnels britanniques, ces derniers placent la France en tête des pays d'Europe continentale pour la qualité de l'effort de communication de ses sociétés cotées avec les investisseurs, et cela depuis 3 ans que l'enquête est effectuée.

A la question : Dans quels pays, les sociétés communiquent-elles le mieux avec les investisseurs britanniques, ces derniers apportent les réponses suivantes :

en %.

France	Pays-Bas	Suède	Suisse	Norvège	Allemagne	Espagne	Italie	Portugal	Belgique	Autriche
69	68	55	22	15	12	7	4	1	1	1

Sources : Dewe Rogerson, CityScan 1993

A la question : Dans quels pays, les sociétés communiquent-elles le moins bien avec les investisseurs britanniques, ils répondent :

en %.

Italie	Alle- magne	Espagne	Suisse	Autriche	Portugal	Grèce	Bel- gique	Norvège	Suède	France	Pays-Bas
54	50	24	19	18	15	14	9	9	7	5	3

Sources : Dewe Rogerson, CityScan 1993

Les résultats de ce sondage auprès des gérants les plus importants au Royaume-Uni ne peuvent certes être extrapolés sans précautions aux relations avec les investisseurs d'autres régions du monde. Il faudrait par exemple se livrer au même exercice aux Etats-Unis. La tendance générale paraît cependant positive.

Les écarts de communication avec les investisseurs devraient d'ailleurs s'atténuer dans l'avenir, cette même enquête révélant que les entreprises allemandes, suisses et espagnoles font, plus que les entreprises françaises, des efforts pour améliorer leur performance dans ce domaine.

A la question : Dans quels pays, les sociétés manifestent-elles le plus leur volonté d'améliorer leur communication avec les investisseurs britanniques, les réponses sont :

241

en %.

Alle- magne	Suisse	Espagne	France	Italie	Autriche	Norvège	Suède	Finlande	Bel- gique	Portugal	Pays-Bas
38	35	28	20	15	11	11	11	9	5	4	4

Sources : Dewe Rogerson, CityScan 1993

La SBF n'a évidemment pas vocation à se substituer aux entreprises dans leurs relations avec les actionnaires, dont ce sondage montre la qualité ; elle s'efforce seulement d'accompagner leur action lorsqu'elles le souhaitent. C'est ainsi que des rencontres sont organisées à l'étranger avec des investisseurs institutionnels, réunis par de grands intermédiaires internationaux présents parmi les membres de la Bourse de Paris.

On peut également considérer que la transparence du marché de Paris, largement reconnue, répond aux besoins des grands investisseurs professionnels.

ANNEXE

Enquête de la FIBV auprès de 27 Bourses, sur leur degré d'implication en matière de gouvernement d'entreprise

	OUI	NON	TOTAL
1. Les Bourses interviennent-elles sur le gouvernement d'entreprise ?	11	16	27
2. Droits de vote des actionnaires	11	16	27
3. Election /composition du Conseil d'Administration	7	20	27
4. Procédure d'audit / Commissaire aux Comptes	16	11	27
5. Rémunérations des dirigeants et des administrateurs	9	18	27
6. Procurations (proxies)	3	24	27
7. Procédures de Communication entre les dirigeants et les actionnaires	10	17	27
8. Obligation de publier la liste d'actionnaires	6	21	27
9. Organisation de l'Assemblée générale	9	18	27
10. Obligation de dépôt d'une offre publique d'acquisition en cas de franchissements d'un seuil dans le capital d'une société cotée	3	24	27
11. Information Financière des sociétés cotées	20	7	27