

MICHEL ALBOUY

IAE Grenoble, université Pierre Mendès France



Le dirigeant et l'administrateur-salarié face à la finance

Michel Albouy s'entretient avec Pierre Alanche et Xavier Fontanet

Concilier finance et management, tel est le thème de ce numéro spécial de la *Revue française de gestion*. Au-delà des contributions des chercheurs en management, il nous a paru indispensable de donner la parole à des « praticiens » comme la communauté académique nomme ceux qui font la gestion au quotidien des organisations dont ils ont la charge. Choisir des personnalités pour

« représenter » le monde des affaires est une charge redoutable. Bien entendu, ces témoignages ne sauraient avoir valeur scientifique. Ils n'en demeurent pas moins une contribution utile au débat sur le thème de ce numéro spécial. Compte tenu de « la crise financière » actuelle et de son impact sur les entreprises, il nous a paru indispensable de donner la parole à un dirigeant d'un grand groupe industriel. Avec la mon-

tée de l'actionnariat-salarié, il nous a paru également indispensable d'avoir le point de vue d'un administrateur-salarié d'un grand groupe industriel. Enfin, il fallait bien que le professeur de finance s'exprime et réponde aux mêmes questions pour enrichir le débat.

C'est ainsi que Xavier Fontanet, P-DG du groupe Essilor et Pierre Alanche, ex-administrateur-salarié de Renault, ont accepté de répondre à nos questions. Leurs regards croisés sur les mêmes problématiques sont riches d'enseignement.

Les questions que nous leur avons posées tournent autour des relations difficiles qu'entretiennent le management des entreprises et la finance. L'idée de départ est le constat qu'un fossé s'est créé entre le monde de la finance et celui du management des entreprises. Ce fossé concerne également les enseignants-chercheurs en finance et ceux du management des entreprises. De là de nombreuses incompréhensions mutuelles. C'est ainsi qu'il est reproché à la finance d'imposer des contraintes de rentabilité insoutenables, d'orienter les choix stratégiques des entreprises dans une perspective essentiellement à court terme, de privilégier indûment les actionnaires, de négliger la responsabilité sociale des entreprises et leur développement durable, etc. Les investisseurs, de leur côté, reprochent aux dirigeants de ne pas gérer dans l'intérêt de leurs mandants, d'exiger des rémunérations excessives, de « manipuler » l'information comptable, etc. Enfin, la société dans son ensemble tend à rejeter la « financiarisation » des entreprises.

Les dix questions que nous avons adressées à nos trois témoins s'efforcent de cerner la problématique de ce numéro spécial de la *Revue française de gestion*. Leurs réponses,

rédigées de façon totalement indépendante, sont reprises intégralement et n'engagent que leurs auteurs. Ces questions ont été regroupées sous quatre rubriques : les contributeurs, la « dictature des marchés », la gouvernance, la conciliation. Espérons que nous avons posé les « bonnes » questions. À chacun, à travers ces contributions, de se faire son opinion. Comme le lecteur le découvrira, les réponses aux dix questions, bien que formulées différemment, ne sont pas toujours en opposition. Il n'en reste pas moins que du chemin reste encore à parcourir pour rapprocher les trois points de vue présentés ci-dessous.

1. Les contributeurs

Pouvez-vous préciser, pour la Revue française de gestion, votre fonction ou votre rôle ?

PIERRE ALANCHE — Les administrateurs salariés existaient depuis 1945 dans les entreprises nationalisées, mais les conseils d'administrations avaient un pouvoir très réduit du fait de l'influence des ministères de tutelle. Les présidents de ces sociétés étaient d'ailleurs nommés par le gouvernement. L'expérience des administrateurs salariés tels que nous les concevons aujourd'hui a commencé avec le premier lot des privatisations décidées en 1986 par le gouvernement Chirac. La loi a maintenu la présence d'administrateurs salariés dans les CA.

Avec ces privatisations, l'actionnariat salarié a connu un développement important et une nouvelle catégorie d'administrateur salarié est née : le représentant des salariés actionnaires. Ce dernier, surtout quand il est coopté par la direction ou élu sur une liste présentée par une association d'actionnaires salariés, a tout de suite bénéficié d'un

accueil favorable de la part de ses collègues du conseil d'administration car il relève de la même légitimité qu'eux : l'actionnariat.

J'étais le représentant des salariés actionnaires de Renault, l'un des rares en France élu sur liste syndicale, la direction de Renault ayant joué le jeu de la démocratie. Pour moi et les trois autres administrateurs salariés, les premières années d'expérience ont été celles de la conquête de la légitimité. Majoritairement les autres administrateurs jugeaient notre présence comme une entrave à la sincérité des débats et la direction de Renault observait les comportements, appliquant la loi, sans avoir de politique *a priori*. À l'usage nous avons convaincu les dirigeants de l'entreprise et le conseil que, sans perdre nos références syndicales, nous pouvions exercer notre mandat de façon parfois dérangeante, mais utile pour l'entreprise. Au cours de quelques réunions de travail avec le président de Renault, Louis Schweitzer, j'ai éprouvé le sentiment qu'une nouvelle forme de dialogue social était peut-être en train de naître et permettait d'aborder les questions essentielles au devenir de l'entreprise, en amont, assez tôt pour pouvoir présenter les préoccupations des salariés avant que les décisions ne soient totalement ficelées.

Dans la majorité des entreprises qui vivaient une expérience similaire, l'évolution a été semblable. C'est ce constat qui a conduit l'Institut français des administrateurs, après une année de travail approfondi à intituler une de ses publications : « Les administrateurs salariés, un atout pour la gouvernance des entreprises françaises ». Mais je distingue bien la position des dirigeants des entreprises de celle des membres des conseils d'administration. Si plusieurs dirigeants ont exprimé clairement leur

appui à la présence des salariés dans les conseils, la majorité de nos collègues montre plus de résignation que d'adhésion à notre présence.

Cette première étape de reconnaissance se traduit souvent par l'affirmation : « les administrateurs salariés sont des administrateurs comme les autres ». Même si elle est positive j'y vois tout le chemin qui reste à parcourir. La véritable reconnaissance de la présence des administrateurs salariés sera faite le jour où cette affirmation sera remplacée par la suivante : « les administrateurs salariés sont utiles car ils ne sont pas comme les autres!!! » Alors, les autres administrateurs auront enfin compris qu'eux aussi doivent changer leur mode de fonctionnement et de jugement pour donner, au sein du conseil, la place que méritent les représentants des hommes et femmes de l'entreprise.

Cet effort de conversion n'est pas à faire que par les non-salariés. J'ai entendu quelques administrateurs salariés affirmer que leur reconnaissance serait pleine et entière le jour où l'un d'entre eux serait coopté par un comité des nominations pour un poste d'administrateur ailleurs que dans sa propre entreprise. Je comprends bien cette aspiration mais il s'agit là d'un contre-sens total : un salarié, dont les qualités personnelles justifieraient cette sélection, aurait alors dans ses nouvelles fonctions tous les attributs de l'administrateur standard, et aucune de celles qui font la spécificité de l'administrateur salarié : la légitimité de représentation du personnel liée à l'élection et au partage des expériences quotidiennes et la légitimité de la connaissance de l'entreprise fruit d'une longue carrière en son sein. Il ne serait plus qu'un administrateur comme les autres.

XAVIER FONTANET — Essilor est le leader mondial du verre de lunette de prescription. C'est une société très mondialisée. Elle est spécialisée sur ce seul créneau mais en couvre tous les créneaux dans pratiquement tous les grands pays. Son siège est à Paris; elle emploie directement 35 000 personnes, elle est cotée à la Bourse de Paris et capitalise 8 milliards d'euros. Son personnel en est le plus gros actionnaire avec 15 % des droits de vote, aucun autre ne dépassant 5 %.

Dans quelle mesure votre action peut contribuer à « réconcilier » la finance et le management des entreprises ?

PIERRE ALANCHE — Le terme de réconciliation n'est pas le bon. Dans l'entreprise d'aujourd'hui, les managers opérationnels de l'entreprise, pour la plupart, n'ont pas à avoir de sentiment vis-à-vis de la finance. Les exigences de celle-ci font partie des données d'entrées des problèmes à traiter, ils sont totalement soumis aux exigences de la finance. Ils n'ont avec elle que des contacts « techniques », y compris dans les directions financières. Les seuls qui aient le contact « politique » sont les dirigeants des entreprises. J'en ai entendu plusieurs dénoncer, en privé, le caractère antiéconomique des exigences du monde de la finance. Ils diagnostiquaient le danger que représentaient pour l'économie mondiale les normes de rentabilité. L'un d'eux, au cours d'un échange avec des syndicalistes, nous a même invité à dénoncer ces exigences abusives. Nous lui avons fait remarquer que si la dénonciation venait de lui elle aurait plus de crédibilité. « Oui nous répondit-il, mais moi j'ai besoin de leur argent et je me tais. »

J'en ai conclu que pour un tel dirigeant, les syndicalistes, et les administrateurs d'origine syndicale, comptent au nom des rares qui peuvent exprimer la voix de la raison. Ils le peuvent parce qu'ils sont véritablement indépendants. Comme l'écrit Louis Schweitzer, parlant d'expérience: « Non pas qu'il soit inadapté de favoriser la présence d'administrateurs indépendants dans les conseils, mais il est injustifié que les représentants des salariés ne soient pas considérés comme indépendants de la direction générale. »¹

Je rajouterai: « ...et des milieux financiers », mais c'est peut-être ce qui gêne le plus certains des opposants à la présence des salariés dans les CA! L'administrateur salarié peut donc contribuer à poser les termes du débat. Dans l'entreprise qui fonctionne exclusivement sur le modèle *top down*, il est le seul à disposer d'un pouvoir d'expression qui lui permet de dire ce que les autres salariés doivent taire, au nom de la discipline de déploiement des objectifs de l'entreprise. Et ainsi s'opposer à la dictature de la finance.

XAVIER FONTANET — Le rôle du dirigeant est beaucoup plus complexe que de réconcilier seulement finance et management, ce qui déjà n'est pas évident. L'équilibre est en fait à trouver entre la satisfaction du personnel, mais aussi celle des clients, des fournisseurs et des investisseurs. Cet équilibre mouvant doit être tenu sur la longue durée et dans un système concurrentiel de plus en plus souvent mondial. La façon dont nous tentons de le faire chez Essilor consiste à améliorer, jour après jour, année après année, la position concurrentielle de l'en-

1. Sous la direction de Conchon A. et Auberger M.-N.: *Les administrateurs salariés et la gouvernance d'entreprise*, La Documentation française, mai 2009.

treprise et ceci se fait par une stratégie globale fondée sur une constante innovation qui ne concerne pas uniquement les produits mais aussi les méthodes commerciales, l'introduction de la dimension service, la conquête constante de nouveaux territoires, la remise en cause continue de ce que l'on appelle notre *business model*. La finance et le juridique sont aussi de la partie car de nos jours une entreprise ne peut pas compter que sur la croissance organique, elle doit être aussi capable d'acquiescer rentablement et d'assimiler sans heurts et de façon créative des entreprises de son secteur.

Il est clair pour nous que le fond des choses est la politique humaine et la culture, seules capables de générer et faire grandir les dirigeants et les équipes dont l'entreprise a besoin. Ce besoin d'excellence est d'autant plus nécessaire que l'entreprise gravite les échelons du classement mondial de sa profession et se confronte à des concurrents toujours plus affûtés.

Un mot tout de même sur la finance. La finance chez nous est au service de la stratégie ; c'est-à-dire que nous avons une politique financière adaptée à nos ambitions. D'abord, il faut comprendre que nous sommes une affaire industrielle : pour vendre il faut produire, donc il nous faut des actifs. Ainsi, le taux de croissance de nos actifs est celui du chiffre d'affaires. Ensuite, il faut comprendre que c'est notre position concurrentielle qui nous permet de tenir une rentabilité sur capitaux propres d'environ 17,5 % après impôt, bon an mal an sur la durée. Nous versons un dividende d'un tiers du bénéfice. Ceci nous permet de réinvestir chaque année le reste, soit environ 11 % du montant des capitaux propres.

Cette politique nous permet de croître à un taux de 11 % sans avoir recours à la dette. Notre marché croît de 3 à 4 % l'an en période normale. Nous croissons donc à peu près trois fois plus vite que le marché et nous sommes à même de conforter bon an mal an cette position qui à son tour sécurise nos résultats ; tout cela bien évidemment si nous ne faisons pas d'erreur tactique... Nous avons une politique financière harmonieuse avec notre stratégie. Exprimé comme cela les choses paraissent simples, en fait c'est un travail dur de tous les instants et de longue durée car les choix technologiques dans l'optique sont lourds et engageant en général à peu près sur trente ans. La Bourse reconnaît d'ailleurs cette stratégie et a donné à Essilor un *Price Learning* de 20 sur les trente dernières années. Nous n'avons pas connu de grave problème de communication avec ce que l'on appelle le marché financier ; en fait une trentaine de gros investisseurs nous ont compris et accompagné.

MICHEL ALBOUY — Enseigner la finance à des étudiants comme à des cadres opérationnels est susceptible de rapprocher les deux mondes à condition que cet enseignement prenne bien en compte les besoins et les logiques des entreprises et des investisseurs. Montrer qu'il n'y a pas de finance sans entreprise et réciproquement permet de faire tomber les barrières et les incompréhensions réciproques. Les études de cas sont un excellent moyen d'illustrer cette vision.

2. La « dictature » des marchés

On reproche souvent aux marchés financiers d'imposer au management des entreprises des exigences de rentabilité

*insoutenables (le fameux 15 % de ROE²).
Qu'en pensez-vous ?*

PIERRE ALANCHE — J'ai déjà abordé cette question dans ma réponse précédente. Comme je l'ai dit, cette exigence était perçue comme déraisonnable. Mais, de façon paradoxale, le résultat était presque toujours atteint sans difficulté excessive. C'est la crise qui montre les conséquences du silence des dirigeants face aux exigences antiéconomiques du monde financier et le prix à payer de toutes les manœuvres qui ont permis aux grandes entreprises de tenir les objectifs. Les salariés des sous-traitants, renvoyés sans préavis, sans le moindre signe de respect ou de reconnaissance sont les premiers à subir ces conséquences.

XAVIER FONTANET — Je dois vous avouer que cette affaire de 15 % me laisse un peu rêveur ; je suis mandataire depuis vingt ans ; j'ai bien du faire une soixantaine de *road shows* et pas loin d'un millier de *one to one* (rendez-vous avec des investisseurs) ; je crois donc savoir de quoi je parle. Je parle avec nos investisseurs fidèles de leurs problèmes, de leurs objectifs et de leur rapport avec leur management ; j'ai rarement entendu le chiffre de 15 % et quand je l'ai entendu je leur ai toujours clairement dit que ce n'était pas (en général) en achetant des affaires non endettées dans des marchés mûrs qu'ils y arriveraient ! J'ai entendu qu'ils sont plutôt attendus par leur direction sur 7 % que sur 15 %. Le 7 % est déjà un chiffre très difficile à tenir puisque l'économie mondiale croît probablement à 2,5 % sur très longue période ! (c'est d'ailleurs ce

que donne la Bourse, qui est un rendement élevé, car risqué, sur les cent dernières années). Il est clair que certains investisseurs ont voulu (et réussi) quelque temps à doper cette rentabilité avec le levier de la dette ; ceci est facile à faire sur courte durée et sur un coup (chanceux !). C'est très difficile de le faire de façon répétée car quand on est très endetté et que ça tangué on peut perdre d'un coup tout ce qui a été accumulé depuis longtemps. Cela, on le réalise seulement maintenant...

MICHEL ALBOUY — Le ROE est un ratio calculé à partir de chiffres comptables. Il mesure la rentabilité des fonds propres et est égal au ratio du résultat net sur le montant des fonds propres de l'entreprise. On peut fabriquer un ROE de 15 % avec un taux de marge net (bénéfice net/chiffres d'affaires) de 3 %, un coefficient de rotation de l'actif économique (chiffres d'affaires/actif économique) de 2,5 et un levier financier (dettes financières/fonds propres) de 1. En effet : $15\% = 3\% \times 2,5 \times (1+1)^3$. De tels chiffres comptables n'ont rien d'insoutenable, même à long terme. Nombreuses sont les sociétés cotées dans le monde à réaliser ce type de performance. Mais, outre que ces ratios peuvent faire l'objet de manipulations, une telle rentabilité ne correspond pas toujours aux attentes du marché et ne saurait s'appliquer à toutes les entreprises. Selon la théorie financière, le taux de rentabilité exigé sur les actions des sociétés cotées est égal au taux d'intérêt sans risque augmenté d'une prime de risque. Selon le Médaf (modèle d'équilibre des actifs financiers), cette prime est égale à

2. ROE : *Return On Equity* ou rentabilité des fonds propres.

3. Voir Albouy M., *Décisions financières et création de valeur*, 2^e éd., Economica, 2003.

la prime de risque du marché multipliée par le coefficient de risque systématique (le fameux *béta*). Ainsi, avec un taux d'intérêt sans risque de 4 % et une prime de risque de 6 %, le taux de rentabilité exigé par les investisseurs n'est pas de 15 % mais de 10 % si le *béta* de l'entreprise est de 1 (moyenne du marché). Si une telle entreprise exigeait du 15 % de rentabilité sur ses fonds propres, elle irait au-delà des exigences du marché et risquerait de renoncer à des investissements pourtant rentables et créateurs de valeur pour les actionnaires. D'où la nécessité de bien mesurer le taux de rentabilité exigé par les actionnaires en fonction des conditions du marché et de ne pas le surévaluer (ou le sous-évaluer).

De la même façon on reproche aux marchés d'imposer une gestion à court terme. Qu'en pensez-vous ?

PIERRE ALANCHE — Le terme de marché est un peu vague et a le grand défaut d'absoudre les acteurs qui font le marché et qui sont les vrais responsables des règles imposées. Car tous les acteurs n'ont pas le même comportement. À l'époque où il était de bon ton de rendre les fonds de pension américains responsables de tous les maux j'ai entendu Bill Crist, le président de Calsper, le fameux fonds de pensions des fonctionnaires de Californie, tenir des propos très raisonnables sur la responsabilité long terme des investisseurs.

Mais les mécanismes généraux du marché sont tels aujourd'hui qu'ils imposent aux entreprises de s'aligner sur les pratiques les plus discutables. La dictature du court terme résulte du mode d'intervention d'une multitude d'acteurs qui optimisent le rendement de leur portefeuille en jouant sur les

fluctuations court terme des cours et de ce fait obligent les entreprises à se plier à leurs pratiques. Ainsi quand j'ai participé à mes premiers conseils d'administration j'ai été très surpris de voir l'attention accordée à la rédaction du communiqué financier qui accompagne la publication des comptes annuels et semestriels. Il présente les résultats de l'année écoulée et donne quelques indications sur l'année à venir. J'ai découvert aussi que le CA votait seulement le budget de fonctionnement annuel, sans éclairage sur le plan triennal et sans connaissance de la stratégie long terme de l'entreprise. Or chacun sait que le budget de fonctionnement annuel ne donne qu'une image très incomplète de la situation de l'entreprise.

Depuis la pratique s'est nettement améliorée. Les demandes des administrateurs salariés ont reçu un accueil favorable de la direction de l'entreprise qui souhaitait elle aussi améliorer le fonctionnement du conseil. Mais jamais je n'ai entendu les administrateurs, qui représentaient la voix des marchés financiers, relayer cette demande d'une vision long terme de l'activité de l'entreprise. On sortira de la dictature du court terme lorsque l'entreprise devra rendre des comptes sur des éléments autres que les seules informations financières qui intéressent les marchés, c'est-à-dire quand elle rendra des comptes aux autres parties prenantes de l'entreprise.

XAVIER FONTANET — L'une des difficultés de la gestion est de trouver le bon équilibre entre long terme et court terme. Ceci étant dit, la discipline du résultat et des comptes annuels est saine car si on ne fait pas des budgets très stricts, chaque année, on a très vite fait de prendre du gras et de faire mon-

ter les coûts. Cette discipline (que j'aime bien appeler ascèse) n'est pas incompatible avec le long terme ; nous faisons chez Essilor des plans à moyen terme dont la première année est le budget. Il ne faut évidemment pas analyser le résultat à trop court terme (à la limite pourquoi ne pas regarder le résultat tous les jours voire toutes les secondes !) Trop de gérants (même investis en Essilor) prennent une petite aversé (un trimestre un peu plus faible que le précédent) pour le signe d'un changement climatique (début d'une détérioration des résultats) ou font le raisonnement inverse : un bon trimestre est le signe d'une accélération. Dans notre cas du moins, ceux qui nous sont restés fidèles sans bouger ont connu une croissance annuelle de leur patrimoine de 13 % sur les trente-cinq dernières années. C'est en gros le taux de croissance du dividende d'Essilor. La chance que nous avons eue et qu'ont eue nos actionnaires c'est que nous avons réussi cette formidable percée mondiale et technologique.

On ne dira jamais assez la valeur d'un management durable avec des dirigeants qui tiennent les commandes longtemps de façon à penser long terme dans les investissements technologiques et géographiques. Devenir leader dans un pays ça demande des décennies d'efforts, il faut parfois miser sur des technologies qui demandent également des décennies pour se voir déployées ; il ne faut pas des girouettes à la tête des entreprises... Aussi brillantes soient-elles ! Chez Essilor les présidents et les équipes durent !

MICHEL ALBOUY — Il existe sur le marché de nombreux types d'investisseurs avec des

horizons temporels forts différents. Certains, qui ne méritent pas vraiment le qualificatif d'investisseurs, utilisent la quasi-parfaite liquidité du marché pour faire des allers-retours dans la journée ; cela étant ils contribuent également à cette liquidité, ce qui n'est pas rien. D'autres, comme les fonds de retraite, investissent à long terme en détenant leurs positions sur plusieurs années. Enfin, les actionnaires de contrôle (les « noyaux durs ») sont directement impliqués dans la gestion de l'entreprise. Au total, il nous semble difficile d'affirmer que les marchés imposent toujours aux dirigeants une gestion à court terme. On connaît de nombreux cas (Eurotunnel, Eurodisney) où les investisseurs ont fait confiance aux dirigeants sur la base de simples projections financières à long terme, bien avant qu'il n'y ait une quelconque activité d'exploitation. Ils en sont parfois pour leurs frais. D'une façon générale, dans la mesure où la seule façon pour un actionnaire de sortir de l'entreprise est de revendre ses actions à un autre investisseur, il me paraît essentiel – même s'il ne souhaite pas conserver longtemps sa position – qu'il s'intéresse au futur de l'entreprise. Qui achètera ses actions si au moment de la vente les perspectives de l'entreprise sont compromises par une gestion à trop court terme ? Il faudra alors accepter une baisse de valeur. Vouloir vendre au plus haut quand il n'y a plus rien dans les cartons de l'entreprise car elle a été pillée n'est pas vraiment possible.

Enfin, on pourrait également retourner la question en se demandant dans quelle mesure ce ne sont pas les dirigeants qui gèrent à court terme, ou tout au moins avec l'horizon de leur mandat ? Avec la diminu-

tion observée de la durée de leurs mandats, la pression pour gérer à court terme est forte. De nombreux cas de gestion à court terme pourraient être cités à cet égard. La question de l'horizon de gestion est importante mais chacun doit être bien conscient que l'entreprise doit démontrer tous les jours sa capacité à survivre.

3. La gouvernance

La crise financière actuelle a mis en évidence des « insuffisances » dans la gouvernance du système financier et des banques. Comment améliorer cette gouvernance ? Faut-il plus de régulation ? Si oui, quelles sont les actions prioritaires ?

PIERRE ALANCHE — Sur ce point je plaiderai l'incompétence, et ce, sans complexe. Pour moi un conseil d'administration est une équipe qui doit réunir toutes les compétences et pas chacun de ses membres.

XAVIER FONTANET — Il faut d'abord saluer l'action des gouvernements qui ont su garder la confiance alors que nous sommes passés tout près d'une crise de liquidité catastrophique. Ceci dit, il y a encore du pain sur la planche. Pour une analyse de ce qui s'est passé et de ce qu'il faut faire, je vous conseille la lecture du papier d'Edmond Alphandéry dans *Sociétal*. Je n'ai pas vu mieux cette année en langue française. Si l'on veut tirer l'enseignement pour soi et pour la société de cette funeste période, à mon avis, le plus important de tout est de décrire et de caractériser le risque que l'on prend lorsque l'on achète un actif financier ; on prend toujours un risque quand on achète un actif financier !

La finance dans les trente dernières années a été, au moins à mes yeux, guidée par l'idée brillante, mais fautive (quoique couronnée par des prix Nobel), que l'on pouvait diversifier pratiquement tout risque. Ceci a amené un endettement excessif (puisque l'on croit qu'un portefeuille très largement diversifié est sans risque). Hélas, l'économie s'est jouée des modèles et quand toute l'économie est tombée tout le monde en a souffert. Les produits dits « structurés » (bravo à celui qui a choisi ce joli nom vendeur mais au combien trompeur), voilà la première famille d'erreurs. Revenons à des produits simples compréhensibles et clairement caractérisés, en un mot défaisons les fonds et les fonds de fonds. À ce propos, voir des banques et certains fonds de retraite reprendre des entreprises à l'occasion de la conversion des dettes en capital est assurément une excellente thérapie (je pense évidemment à General Motors). Je crois ensuite que les normes comptables, après avoir été peut-être un peu floues et avoir permis des initiatives imprudentes, sont devenues actuellement trop dures et ont créées de la fluctuation dans le système par des provisionnements trop importants qui amèneront des reprises elles-mêmes excessives ; ceci a été bien expliqué.

Un sujet qui m'est cher ayant vécu du côté de l'entreprise ces attaques à plusieurs reprises : il faut arrêter les ventes à terme ou forcer ceux qui jouent à mettre du cash en face. Le *short selling* tel qu'il est actuellement pratiqué est proprement scandaleux car ceux qui le pratiquent ont intérêt à affoler les gens. Un marché financier n'a pas besoin de *short selling* pour fonctionner correctement. Il faut arrêter ceci toutes affaires

cessantes. On verra plus tard dans quelles conditions reprendre... éventuellement.

MICHEL ALBOUY — Cette crise est fondamentalement une crise bancaire et non celle des marchés organisés, notamment d'actions. Compte tenu de la crise qui s'est transmise à l'économie « réelle », il est normal que les marchés d'actions aient dévié. La banque est une activité pourtant très réglementée (voir Bâle I et Bâle II). Malheureusement, l'innovation financière a dépassé les réglementations en question. On ira certainement vers encore plus de réglementation (*hard law*) dans le secteur bancaire. À cet égard, la focalisation sur les « bonus » nous semble excessive et davantage politique que vraiment économique. Concernant la gouvernance des entreprises industrielles et commerciales cotées (comme des banques privées), il nous semble qu'il faudrait renforcer les pouvoirs des actionnaires. Cela concerne surtout les entreprises à actionnariat diffus.

Comment voyez-vous la place des actionnaires au sein du gouvernement des entreprises ? Faut-il renforcer leur pouvoir en leur permettant de contester plus facilement le management (cf. proxy fights) ?

PIERRE ALANCHE — Devant les insuffisances du gouvernement des entreprises je suis à l'écoute de toutes les recherches qui se mènent et c'est plutôt vers le modèle de gouvernance par les parties prenantes, auquel j'ai déjà fait allusion, que j'ai des affinités. Dans cette gouvernance les actionnaires devront conserver leur place et je m'interroge sur l'organisation pertinente de leur intervention quand je constate que la majorité d'entre eux sont des « touristes » du

capital de l'entreprise qui vont et viennent. Seule une très petite minorité a une vision stratégique sur les orientations industrielles et commerciales de l'entreprise. Une autre, plus large sans doute, a une stratégie de valorisation actionnariale. Comment faire en sorte que l'intervention de cette diversité d'actionnaires se fasse au juste niveau, sans être livrée aux manipulations de minorités activistes ? Certainement pas en instituant une législation qui reconnaîtrait à l'actionnaire tous les pouvoirs sur l'entreprise !

XAVIER FONTANET — La loi donne aux actionnaires une place considérable dans la gouvernance. Les actionnaires votent les résolutions proposées en AG tous les ans, ils nomment les administrateurs qui, à leur tour, choisissent et révoquent le président. Le vrai sujet est que ces actionnaires exercent leur pouvoir effectivement en AG. Leur participation aux AG est certes en croissance, elle reste néanmoins encore faible. Ceci dit il faut voir l'évolution sur le long terme et elle est à mes yeux positif. Certains pensent que l'actionnaire doit plus s'impliquer et plus directement dans le management, c'est à mon avis illusoire quand on connaît la complexité et le nombre des sociétés qui font le tissu de l'économie moderne. Enfin, n'oublions pas que l'actionnaire en dernier ressort peut vendre à tout moment s'il n'est pas content. C'est une énorme liberté dont on ne parle pas assez ; c'est un pouvoir car une société dont les actions circulent trop risque l'OPA.

MICHEL ALBOUY — Lorsque l'actionnariat est concentré (entreprises familiales), il est relativement facile pour ces actionnaires d'être représentés et de contrôler la situation de l'entreprise. De nombreux cas sont là pour témoigner du reste que les représen-

tants des familles exercent un contrôle vigilant et n'hésitent pas à renvoyer des dirigeants non performants (voir Carrefour, Peugeot SA). Il n'en va pas de même pour les sociétés à actionnariat diffus où les dirigeants peuvent se sentir à l'abri du regard d'actionnaires importants. D'où la question du contrôle de l'action des dirigeants censés gérer dans l'intérêt de leurs mandants. Une façon simple de renforcer le pouvoir des petits actionnaires est de leur faciliter la possibilité de contester le management *via* les batailles de procuration (*proxy fights*) sans attendre le déclenchement d'une offre publique d'achat. Avec le développement d'internet, on peut imaginer que la contestation actionnariale puisse se développer.

Même question concernant les salariés. Faut-il renforcer leur poids au sein des CA via des administrateurs salariés plus nombreux ?

PIERRE ALANCHE — De façon symétrique, je ne revendique pas tous les pouvoirs pour les salariés ! Dans l'état actuel de la réflexion en France, je suis favorable à une représentation des salariés au conseil d'administration. Cette représentation doit se faire directement, sans condition de détention d'actions, en raison de l'importance croissante des ressources humaines dans la performance de l'entreprise. Pour que la présence soit efficace il faut qu'elle soit significative soit environ 20 à 25 % des membres du conseil. (Il y a quatre salariés sur les dix-huit membres du CA de Renault).

Les administrateurs salariés représentent la partie prenante « personnel de l'entreprise ». Je sais que la présence de toutes les parties prenantes au sein d'un CA n'est pas généralisable. Aussi je suis avec intérêt toutes les recherches, toutes les expériences

et les réflexions qui portent sur une clarification de la nature de l'entreprise. Je fonde l'espoir d'une meilleure répartition des droits et devoirs des différentes parties prenantes, qui s'appuierait sur une distinction entre le rôle de la société des capitaux et celui de l'entreprise productrice de biens et de services ; et sur la formalisation des relations entre ces deux entités.

XAVIER FONTANET — Essilor étant un des pionniers de l'actionnariat salarié et étant en France une des entreprises qui le pratique depuis le plus longtemps, je puis vous dire que c'est un levier efficace dans le fonctionnement et la gouvernance de l'entreprise. D'abord, les salariés comprennent mieux ce que ressent l'investisseur, ils deviennent beaucoup plus responsables puisqu'ils risquent leur argent comme lui : l'efficacité opérationnelle en est d'ailleurs grandement accrue car ils sont directement motivés à la bonne marche de l'entreprise. Ensuite, ça force le management à communiquer largement avec le personnel. Enfin, ils permettent de construire des conseils d'administration variés ou s'instaurent un équilibre entre ceux qui ont une vue de l'extérieur et ceux qui vivent l'entreprise de l'intérieur. Le poids que détiennent au conseil les employés doit être lié à leur poids effectif dans l'actionnariat. Être actionnaire d'une société dont les employés sont au capital est une excellente chose.

MICHEL ALBOUY — Les salariés actionnaires ne sont pas des actionnaires comme les autres. Outre qu'ils ont un lien de subordination avec l'entreprise, leurs véritables intérêts se trouvent davantage dans l'évolution de leur situation de salariés que de celle d'actionnaires. Face à des décisions diffi-

ciles à prendre, comme par exemple la fermeture d'un site industriel pour préserver la rentabilité de l'entreprise, ils auront tendance à privilégier l'emploi (et cela se comprend). Ainsi, le renforcement du poids des salariés au sein des conseils d'administration risque de se traduire par une réactivité plus faible de l'entreprise face à des évolutions économiques nécessitant des ajustements parfois difficiles. Tant qu'ils sont minoritaires, cela n'est pas grave : les décisions difficiles seront prises si telle est la volonté des dirigeants (cf. la décision de Renault de fermer le site de Vilvoorde). De plus, leur connaissance de l'entreprise peut permettre d'affiner la décision du conseil d'administration et sa mise en œuvre. Si les salariés devaient devenir majoritaires au sein du conseil, nous changerions de système économique de propriété privée et peu nombreux seraient ceux qui accepteraient d'investir dans de telles sociétés davantage gérées en fonction des intérêts des salariés que des actionnaires.

4. La conciliation

La théorie financière (notamment la théorie de l'agence) justifie les stock-options attribuées aux dirigeants par la nécessité d'aligner les intérêts des actionnaires avec ceux des dirigeants.

Pour certains observateurs, ce mécanisme d'incitation est à la source de graves dérives dans la gestion des entreprises.

Qu'en pensez-vous ? Au-delà de la fiscalité, doit-on réformer les stock-options ? Si oui, dans quel sens ?

PIERRE ALANCHE — Que les actionnaires aient la volonté de s'assurer de la loyauté de l'action des dirigeants, quoi de plus normal ! Mais la façon dont les stock-options

ont été mises en place montre que cette préoccupation presque obsessionnelle laisse de côté tous les autres aspects liés au montant de la rémunération des dirigeants et du haut encadrement.

Dans l'entreprise, le système a été mis en place dans une relative opacité, sans qu'il soit possible de mener une réflexion sur les conséquences potentielles qui en résulteront à terme. J'ai été particulièrement révolté quand j'ai appris que la hiérarchie de proximité ne connaissait pas les bénéficiaires des stock-options de son propre service. Ceci au prétexte qu'un responsable de service privé de stock-options ne comprendrait pas que certains des subordonnés en aient. En d'autres termes la direction de l'entreprise pensait que sa politique de rémunération pouvait ne pas être comprise par sa propre hiérarchie ! Or, la première qualité d'un système de rémunération est d'être transparente et compréhensible. Toujours dans l'entreprise, l'extension du système à des cadres intermédiaires a introduit un élément de rémunération aléatoire et totalement indépendant de la qualité de leur travail. Or, un système de rémunération juste doit appliquer le principe : à travail égal rémunération égale. Au niveau plus global de la société, le montant des rémunérations accordées à toute une classe de dirigeants pose des problèmes d'équilibre social qui se sont manifestés par les réactions récentes des opinions publiques. Je pense très profondément que le mode de rémunération est révélateur du type de société, de civilisation que l'on veut construire et que sa cohérence tant au niveau de l'entreprise qu'au niveau du pays tout entier est un facteur déterminant de l'équilibre social. Je vois, dans la situation actuelle, le triomphe de ceux qui ont prôné le modèle « inégalités-efficacité-liberté »

en opposition aux aspirations d'une société plus égalitaire de l'après-68.

L'argument que j'ai le plus souvent entendu pour justifier l'explosion des rémunérations des dirigeants et celui de la nécessité d'attirer les talents car « un bon dirigeant n'est jamais trop payé, puisqu'il rapporte encore plus à l'actionnaire ». Ce type d'argument indique qu'on est entré dans une société de mercenaires et qu'on a abandonné l'ambition de mobiliser les intelligences sur des questions des valeurs. Les actionnaires rémunèrent la soumission. J'avais espéré que les bénéficiaires de ces rémunérations auraient à cœur de développer des opérations exemplaires de financement où la logique d'entrepreneur prendrait le dessus sur la pure logique financière. Malheureusement les *business angels* à la française sont restés rares. Il semble bien que les préoccupations des bénéficiaires aient été d'abord de mettre à l'abri du besoin toute une dynastie familiale ; puis, dans les meilleurs des cas, d'utiliser le surplus (avec l'encouragement de déductions fiscales) dans des opérations humanitaires pour calmer les consciences et dans des investissements culturels pour flatter les ego ! Mais, dans certain cas, comme chez General Motor, on a vu des dirigeants qui avaient l'indécence de se débarrasser des actions de l'entreprise au moment ils demandaient des aides tous azimuts pour en assurer la survie ; quel exemple ! On m'objecte souvent que la majorité des dirigeants ont un comportement irréprochable. C'est vrai, heureusement de nombreux individus sont mus par des valeurs universelles qui les gardent dans un comportement responsable. Et c'est bien là le paradoxe, dans une société sans

valeur, ce sont malgré tout ces valeurs individuelles qui nous protègent du pire !

XAVIER FONTANET — La stock-option est une très belle idée à condition de l'appliquer avec bon sens et mesure. C'est aux actionnaires de fixer la dilution, ceci se fait en AG. Il est clair ensuite que le comité des rémunérations a la responsabilité de peser la quantité et les conditions d'exercice de façon à éviter certains excès (heureusement rares et largement médiatisés). La détention de stock-options aligne les intérêts des récipiendaires de ces stock-options à condition que ceux-ci remettent une part significative de leurs gains dans le capital de l'entreprise. On en revient toujours à l'actionnariat salarié qui est à mon avis une des réponses aux questions que l'on se pose après la crise financière. La distribution de stock-options doit être aussi large que possible. C'est elle, associée aux plans d'épargne, qui permet de construire un actionnariat salarié. La stock-option ou « action de performance » est par ailleurs l'une des composantes de la rémunération d'un dirigeant qui doit se composer à mes yeux d'une partie fixe, d'une partie variable qui motive sur la gestion annuelle et les stock-options qui doivent donner du sens sur le long terme (horizon 5-7 ans). Le dernier élément dont on ne parle pas assez, et qui concerne avant tout les entreprises à management durable, est la retraite complémentaire qui à mes yeux doit être une retraite qui se construit petit à petit au fil des années et qui récompense la fidélité (horizon 20-30 ans). En résumé, la vraie question est d'utiliser cet outil qu'est la stock-option avec sagesse.

MICHEL ALBOUY — Transformer les dirigeants d'entreprises de type managérial (ou à actionnariat diffus) en actionnaires potentiels est effectivement une idée intéressante pour aligner les intérêts des actionnaires avec ceux des dirigeants. Malheureusement, cette idée séduisante s'est heurtée à la dure réalité de la vie des affaires : celle des manipulations de chiffres comptables, celle des gestions orientées vers la performance boursière à court terme pour exercer des stock-options, voire à la fraude pure et simple (délits d'initiés). De ce constat à la suppression pure et simple des stock-options il y a un grand pas que nous ne ferons pas. À notre avis, les stock-options ne devraient pouvoir être exerçables qu'à moyen ou long terme et à date fixe pour éviter l'opportunisme des dirigeants. On peut aussi vouloir étendre le mécanisme à l'ensemble des salariés pour augmenter leur participation au management de l'entreprise. Bref un système incitatif qui reste à améliorer mais qui est susceptible de motiver les dirigeants et les salariés à la performance.

Les OPA sont considérées par certains professeurs de finance⁴ comme la clé de voûte du système de contrôle des dirigeants des sociétés cotées par les actionnaires. Doit-on favoriser ou freiner les OPA hostiles ? Quel rôle pour le régulateur ?

PIERRE ALANCHE — Au tout début de mon mandat, les salariés de Renault découvriraient qu'avec l'entrée en Bourse l'entre-

prise devenait opérable. J'ai entrepris un cycle de rencontre avec les administrateurs qui me paraissait les plus ouverts aux échanges avec les administrateurs salariés et j'abordais systématiquement la question de la protection contre les OPA. Lors de ma rencontre avec François de Combret alors représentant de la banque Lazard celui-ci me répondit : « la meilleure garantie c'est vous, c'est le personnel. On ne peut diriger une entreprise contre le personnel. »

Les salariés sont naturellement méfiants contre toute intrusion étrangère dans la vie de l'entreprise. Les OPA hostiles sont généralement vécues comme une agression. Mais il n'y a pas que de la lucidité dans cette attitude. Elle y a une part de conservatisme et de méfiance de l'inconnu. Cette méfiance tient pour une part aux résultats connus des OPA. Selon le darwinisme financier, elles devraient assurer la victoire du fort sur le faible et renforcer à terme l'économie toute entière. L'expérience montre que bien souvent la stratégie de valorisation actionnariale court terme l'emporte sur la stratégie de développement durable de l'entreprise, provoquant alors des dégâts sociaux et économiques, alors que du point de vue de ses promoteurs l'opération est une réussite. Et, même quand à la base de l'opération il y a un projet industriel, le résultat n'est pas toujours au rendez-vous. Le bilan des grandes opérations de rapprochement d'entreprises se solde trois fois sur quatre par un échec. L'entreprise est un système complexe et je ne vois pas par quel miracle la bataille qui accompagne les OPA donnerait le meilleur résultat.

Le *statu quo*, la politique qui laisserait l'entreprise inchangée, est cependant rarement

4. Cf. Husson B., *La prise de contrôle d'entreprise*, PUF, 1990.

la bonne solution. Le rôle du régulateur est d'organiser l'intervention des différentes parties prenantes dans le processus d'OPA, de veiller à la transparence des objectifs, et de prévoir les voies de recours. Et je ne parle pas de cas plus critiques où le caractère stratégique national de l'activité peut justifier une intervention plus directe.

XAVIER FONTANET — Les OPA, c'est la règle du jeu de l'économie de marché. Si on veut vivre dans un monde de liberté il faut en accepter les conséquences. Le jeu est tout de même d'éviter les OPA rampantes qui sont une forme de vol de l'actionnaire existant (c'est toute la législation des seuils). Il faut aussi être clair sur l'idée que l'OPA n'est pas le pivot de la gouvernance ou la protection de l'actionnaire. C'est un système extrêmement brutal pour l'entreprise et son personnel. On sort d'une période où les OPA ont été nombreuses. En fin de compte je ne suis pas sûr que les résultats soient faramineux. La croissance organique et le management durable ont du bon. Comme toujours le législateur a le devoir de trouver le bon équilibre. Oui aux OPA, ni trop ni trop peu !

MICHEL ALBOUY — Bien que souvent traumatisantes pour les salariés, les OPA sont parfois des instruments utiles au développement industriel et commercial des entreprises. Schneider Electric ne serait pas ce qu'elle est aujourd'hui si Didier Pineau-Valenciennes n'avait pas lancé son OPA sur la Télémécanique (pourtant fortement contestée en interne et chez la cible) et un

peu plus tard sur Square D aux États-Unis. Parfois les OPA se traduisent par de véritables échecs (cf. la fusion Alcatel-Lucent). Freiner les OPA revient à diminuer les droits des actionnaires de vendre au plus offrant et donc de limiter leurs droits de propriétaires. La France, comme de nombreux pays, s'efforce de freiner les prises de contrôle par des capitaux étrangers. Rappelons néanmoins que 50 % de la capitalisation des entreprises françaises est détenue par des étrangers... Qu'en sera-t-il dans vingt ans de la nationalité des entreprises dans un monde de plus en plus mondialisé ? Aujourd'hui les entreprises françaises n'hésitent plus à franchir les frontières et à acquérir des entreprises étrangères afin d'alimenter leur croissance externe. En retour, les entreprises étrangères et les fonds de *private equity* font également leur marché en France. C'est le jeu de l'économie de marché ou encore pour reprendre l'expression d'un ministre à l'occasion de l'OPA de Mittal Steel sur Arcelor : « la vie normale des affaires »⁵, même si cela est parfois difficile à accepter pour certains.

Selon le professeur Pierre Tabatoni⁶, « le management c'est l'art de gérer les tensions ». Faut-il, dans ces conditions, réduire les tensions entre le monde de la finance et celui des entreprises ? Dans quelle mesure cette tension est nécessaire au développement des entreprises ? Où positionner le curseur ?

PIERRE ALANCHE — Quand je passe sur le viaduc de Millau, je sais qu'il y a plein de ten-

5. Déclaration de Thierry Breton, AFP, 2 février 2006, reprise dans Albouy M. et Bonnet C., *OPA, OPE et LBO*, Economica, 2008.

6. Pierre Tabatoni, membre de l'Académie des sciences morales et politiques, a été à l'origine de la création de l'IAE d'Aix en Provence et de l'université Paris-Dauphine. Membre fondateur de l'enseignement supérieur de la gestion en France, il a publié de nombreux articles et ouvrages en management.

sions partout. Mais j'y passe avec confiance car je sais que les ingénieurs, dans leurs calculs, n'en ont oublié aucune. Je souscrirais sans réserve à la formule, « Le management c'est l'art de gérer les tensions », si je n'avais constaté qu'une des missions du management est d'occulter toute une partie des tensions. En mettant la priorité sur la création de valeur pour l'actionnaire, la communauté financière a désigné tout le champ de celles qu'on pouvait ignorer.

Les réactions salutaires, qui ont essayé de corriger les dérives, sont venues de l'extérieur (du monde syndical, des ONG, des clients, et bien sûr des pouvoirs publics). Sous la pression, des concepts comme le développement durable, l'investissement socialement responsable, finiront par être intégrés par le monde de la finance. Sauvé de la faillite par les interventions massives des États il devrait faire preuve d'un peu de modestie sur sa légitimité à dicter l'avenir du monde. La régulation des tensions avec le monde de l'entreprise en serait vite simplifiée. Mais nous ne serions plus tout à fait dans le capitalisme !

XAVIER FONTANET — Comme je l'ai dit au début, le responsable de l'entreprise doit trouver le bon équilibre entre plusieurs attentes et ceci dans le cadre d'un système concurrentiel que la mondialisation rend de plus en plus âpre. Quand les polémiques sur l'entreprise et les patrons se calmeront on découvrira que leur rôle est très difficile ; plus facile de critiquer que de faire ! La façon dont chez Essilor nous tentons de concilier tous ces équilibres c'est à travers notre stratégie d'innovation (produit service, *process*, *business model*) et notre stratégie continue de conquête géographique ; cette tension est saine. Quand vous pouvez

mener ces deux approches de front, quand vous arrivez à croître plus vite que vos concurrents, la création de valeur suit sans que vous ayez à faire des calculs très compliqués ; ceci dit ce n'est pas facile, ça l'est encore moins sur la longue durée car là ça relève de la culture. Pourtant, c'est possible, beaucoup le font, on n'en parle malheureusement pas assez.

MICHEL ALBOUY — Les tensions entre le monde des investisseurs et celui des dirigeants d'entreprises sont normales. Encore faut-il qu'elles soient « raisonnables » et là est toute la difficulté du management. De ce point de vue le management reste un art, ou encore un savoir-faire, qui va bien au-delà des théories des organisations et de la finance. Faire partager le projet de l'entreprise et ses contraintes aux actionnaires est fondamental. Les fidéliser par une politique de rémunération lisible et fiable est nécessaire pour avoir leur appui lors des difficultés que l'entreprise traverse forcément tôt ou tard. Inutile, bien évidemment, de redire combien une information financière transparente et de qualité est importante. Bref, il faut transformer l'actionnaire en associé de long terme. Certaines entreprises y arrivent très bien. Enfin, opposer l'entreprise et son management aux marchés financiers et aux investisseurs n'a pas vraiment de sens à notre avis. Les deux mondes doivent vivre ensemble. Aucune entreprise ayant des projets d'envergure ne peut se développer sans faire appel aux marchés de capitaux pour y trouver des financements et gérer des risques (de taux ou de change). Réciproquement, les financiers n'existent que parce qu'ils rendent des services aux entreprises. Au-delà de la pression exercée par les actionnaires sur le management il ne faut

drait pas occulter celle exercée par les clients. Cette dernière est peut-être encore plus redoutable car elle oblige le management de l'entreprise à s'adapter en permanence aux besoins parfois changeants de ses clients. Dans la plupart des cas, c'est le changement de comportement du consom-

mateur à l'égard des produits ou services offerts par l'entreprise qui crée les plus grandes difficultés. Lorsque le chiffre d'affaires s'effondre du fait d'une inadéquation de l'offre à la demande, ce sont les salariés, les sous-traitants et les actionnaires qui sont en première ligne et qui souffrent.

