

# DÉTENIR LES ACTIONS D'ENTREPRISE DANS LA DURÉE

ALAIN BIENAYMÉ\*

Le propos de cet article porte sur la nécessité et les moyens d'encourager les actionnaires à s'engager plus durablement dans la vie des entreprises où ils ont investi leur épargne. Il semble nécessaire que les investisseurs redonnent par leurs actes toute l'importance qui revient au temps de l'entreprise et au sens des responsabilités qui accompagnent sa conduite. Le moment est venu d'ouvrir un débat sur ce sujet, ainsi que nous y convient les excès commis au nom d'une liberté des marchés conçue comme un idéal absolu.

La crise économique contemporaine met en effet en question le modèle dominant de gouvernance des entreprises qui se financent en faisant notamment appel au marché des capitaux. Ce modèle s'est largement diffusé depuis les années 1980 à la faveur de la libéralisation sans correctifs suffisants

des marchés financiers. Il soumet les groupes industriels et commerciaux cotés en Bourse à l'appréciation d'un public mondial et hétérogène d'opérateurs. Ceux-ci rendent, avec l'aide automatique de logiciels informatiques, leur verdict 24 heures sur 24 et maintenant à la nanoseconde, d'une façon de plus en plus opaque et impénétrable à l'œil du public ; ce qui est paradoxal pour un marché censé faire toute la transparence sur la vraie valeur des entreprises cotées. La Fédération internationale des Bourses de valeurs (FIBV) publie chaque année les données concernant la valeur totale des échanges d'actions (*share trading*) sur toutes les places financières. En les rapportant à la capitalisation boursière calculée en fin d'année, on obtient une estimation approchée de ce que l'on peut appeler la vitesse de circulation des actions.

---

\* Professeur émérite, université Paris-Dauphine.

Ce texte a fait l'objet de discussions au sein de la commission Éthique financière des Entrepreneurs et dirigeants chrétiens (EDC) que préside Bertrand Badré.

On observe sur les trois années 1990, 2000 et 2008 et les trois principales places financières une augmentation de ces ratios. Elle reflète en particulier l'influence des vagues successives de fusions-acquisitions, mais surtout la domination de l'approche court-termiste de fonds à forts effets de levier, tels que les fonds spéculatifs dont la part dans les volumes traités a beaucoup augmenté ces dernières années.

Il n'est certes pas question de mettre un terme aux transactions de capitaux ; les arbitrages opérés sur des écarts de taux de change ou sur les différences de prix d'un même actif coté sur deux places financières rétablissent l'équilibre compromis par ces différences de prix. En revanche, ce système a entraîné des abus de *fast trading* qui ont pu contribuer à mettre en difficulté l'économie occidentale.

Ce qui est en cause ici n'est pas le financement des entreprises par des investisseurs qui leur confient leurs fonds, ce que l'on appelle les fonds propres, c'est, bien au contraire, un facteur essentiel de bonne gestion et de développement. Ce n'est pas non plus le fait que ces mêmes investisseurs

puissent acheter et vendre les titres représentatifs de ce financement, en fonction des résultats obtenus par ces entreprises. En effet, on ne peut entreprendre sans parier sur les résultats de son investissement, ni sans prendre le risque de perdre. Les risques d'entreprise sont liés à la qualité du plan de l'entreprise, à sa gestion, à ses marchés, au climat politique, à des concours de circonstances imprévues... Personne n'a trouvé de moyen plus efficace d'assumer ces risques et d'attirer les capitaux nécessaires aux entreprises que celui de reconnaître aux actionnaires le droit de percevoir un bénéfice ou une plus-value, de participer à l'augmentation de valeur de l'entreprise et d'assumer la responsabilité liée à la propriété de cette dernière. Ces droits s'exercent une fois tous les créanciers remboursés, y compris les intérêts du capital emprunté. Ils constituent la contrepartie du risque encouru sur les fonds propres et remédient à l'impossibilité d'assurer l'entreprise contre le risque de pertes et de faillite. Telle est la règle. Une règle qui souffre d'exceptions notables quand l'État, soucieux d'éviter la faillite de très grandes entre-

**Tableau 1**  
**Ratios de la valeur totale des échanges d'actions**  
**sur capitalisation boursière**

	1990	2000	2008
NYSE Euronext US	0,49	0,95	3,6
Nasdaq OMX	1,45	5,5	15,2
Londres	0,63	1,74	3,35

Source : Fédération internationale des Bourses de valeurs (FIBV) (cf. annexe à la fin de l'article).

prises, répercute sur le contribuable le prix des erreurs de leurs dirigeants comme celui des risques systémiques en lui faisant supporter le risque d'actionnaire. Toute entreprise qui accroît ses capitaux propres en émettant des actions cotées expose sa valeur aux aléas du marché, aux notations d'experts et à leurs éventuelles défaillances. Il est normal que les actionnaires expriment leur avis en votant avec leurs pieds, c'est-à-dire en achetant et en revendant leurs titres. Et plus le marché est large, profond et liquide, plus il y a de chances que le jugement porté sur la qualité de la gestion et des projets de l'équipe dirigeante se rapproche de l'objectivité.

Les dérives commencent à partir du moment où certains détenteurs d'actions trouvent leur raison d'être, moins dans l'appréciation des stratégies à long terme des entreprises concernées que dans des stratégies consistant à spéculer sur la variation à court terme du cours des titres possédés ou convoités et à employer à cette fin leurs moyens pour agir sur ces cours. On peut reconnaître ces dérives à plusieurs signes tels que l'accélération des transactions, leur opacité croissante, l'allongement de la chaîne d'intermédiation financière... Cette opacité est entretenue notamment par la multiplication des cessions de gré à gré à laquelle il pourrait être mis fin, si les bonnes résolutions du G20 en matière de régulation financière étaient appliquées. Bien entendu, il est utile au marché que des intermédiaires soient à même d'intervenir en fonds propres sur des périodes courtes pour faciliter son fonctionnement, assurer la meilleure liquidité et faciliter la découverte

du prix de marché. Mais entre cette fonction auxiliaire et le développement démesuré de ces activités dans la période récente, il y a une différence de taille et de nature. Elle ne doit pas détourner les investisseurs finals de leur fonction essentielle qui est de concourir au financement des entreprises. À cela s'ajoute en effet l'augmentation du nombre de ce que l'on peut appeler les faux actionnaires, purs spéculateurs intervenant sur des titres empruntés, *hedge funds* jouant en outre sur l'effet de levier et autres opérateurs dont le nombre s'est multiplié depuis quinze ans. L'abondance des liquidités offertes notamment par la Federal Reserve depuis vingt ans a favorisé, au-delà de toute mesure, le recours à l'effet de levier ; celui-ci consiste pour tout un chacun à emprunter à taux d'intérêt très bas pour affecter l'argent collecté dans des placements susceptibles de « rapporter gros » en quelques jours, semaines ou mois, et ce, avec fort peu de capitaux propres effectivement risqués. Par cet expédient qui consiste à s'enrichir en s'endettant, les opérateurs espèrent maximiser le rapport rendement/risque de leurs capitaux. En outre, les commissions perçues par les intermédiaires croissent avec la vitesse de rotation des titres échangés. Se trouvant en position dominante sur les marchés, une poignée de très grands intermédiaires font des profits considérables sur l'accroissement de la volatilité et la connaissance anticipée que leur position leur donne de ces mouvements de foules qui créent la fluctuation des prix sur le marché. Enfin, le système d'incitations et de rémunération des opérateurs et les règles de

décision que se donnent les investisseurs accélèrent puissamment les dérives du système. Ils attribuent en effet une importance démesurée à la seule valeur boursière des entreprises, à leurs fluctuations au jour le jour et aux normes comptables de la juste valeur supposée. Cette frénésie nuit profondément à nos économies. Quels en sont les effets pervers ?

D'une part, l'attention des actionnaires se détourne de la vie réelle des entreprises dans lesquelles ils placent leurs capitaux. D'autre part, l'attention des dirigeants de ces entreprises se concentre trop exclusivement sur la satisfaction des intérêts à court terme d'actionnaires volatils, en dépit des efforts déployés pour stabiliser leur actionnariat avec un « noyau dur ». Le temps du marché se dissocie de celui de l'entreprise. Et un fossé d'incompréhension se creuse au détriment des intérêts à long terme de l'entreprise comme de la collectivité. De nos jours, la détention moyenne des actions à la Bourse de Paris s'est réduite à moins de six mois (contre sept ans dans les années 1950, quatre ans dans les années 1970, deux ans dans les années 1990). Derrière ces durées moyennes de détention se cachent en gros deux catégories d'actionnaires : les actionnaires purement spéculatifs et les investisseurs patrimoniaux. Les premiers ne s'investissent pas durablement dans leur compagnie ; ils procèdent à des achats et des ventes à haute fréquence qui leur permettent d'accumuler des plus-values significatives en période d'expansion, avant que ne se matérialisent des risques extrêmes. Cette catégorie a progressé dans la période d'expansion récente

car les acteurs du marché avaient tous l'impression de sortir gagnants de leurs échanges. Mais seuls les actionnaires appartenant à la seconde catégorie se comportent en propriétaires ou s'en rapprochent. Ils peuvent en principe jouer un rôle actif dans ce qui est en un sens « leurs » affaires. Il est possible que les difficultés passagères que traverse l'entreprise déprécient leurs titres, mais s'ils ont fait le bon choix, leur persévérance sera récompensée.

À cet égard, le développement considérable de la gestion collective pour compte d'autrui éloigne quelque peu l'épargnant individuel de l'entreprise dans laquelle le gestionnaire a placé tout ou partie des fonds qui lui ont été confiés. Ce qui pose la question des principes de gouvernance adaptés au grand public et aux investisseurs institutionnels. Il est bon que les actions soient librement négociables pour que les gestionnaires ne se sentent pas enfermés, mais le souci de la durabilité des placements doit rester présent dans leurs décisions.

La durée de détention des titres est par conséquent un élément déterminant de l'harmonie des rapports entre l'industrie et la finance. Et ce, d'autant plus que l'actionnaire aura appris à connaître les entreprises dans lesquelles il s'est investi avec ses propres fonds. Et en la connaissant mieux, il est capable de faire le tri entre les bonnes et les mauvaises informations les concernant. De leur côté, les entreprises dotées d'un actionnariat stable disposent du temps nécessaire pour faire fructifier leurs projets et déployer des stratégies correspondant à leurs horizons d'investissement.

Dans quelles conditions peut-on

inciter les investisseurs à maintenir plus longtemps leurs concours ? Avant de suggérer quelques pistes à ce sujet, on doit le replacer dans le contexte plus général du patrimoine des ménages (stock existant) et des flux annuels d'épargne qui sont de l'ordre de 15 % du PIB. Le patrimoine des ménages est affecté pour près des deux tiers à l'immobilier, 18 % à l'assurance-vie, 8 % en titres et 11 % en liquidités. Le choix des mesures à prendre pour orienter les flux d'épargne vers les stocks les plus désirables, en particulier les actions, doit tenir compte des besoins de financement en fonds propres des entreprises et de la réglementation des placements.

Plusieurs pistes s'ouvrent en considérant le cas français. L'objectif final reste d'inciter les investisseurs, que ce soit des particuliers, des établissements ou des fonds auxquels ils apportent leurs capitaux, à opérer des placements de nature à consolider les fonds propres de nos entreprises cotées ou non cotées (ETI - entreprises de taille intermédiaire - et PME). Une partie du chemin a été parcourue quand les épargnants ont été incités à conserver durablement leurs apports à travers l'assurance-vie et dans les PEA (plans d'épargne en actions). La fiscalité favorable aux fonds communs de placement à l'innovation (FCPI) et aux holdings ISF va dans la même direction. Mais il faut aller bien plus loin de manière à faire mieux coïncider le long terme de l'épargne avec l'horizon des investisseurs industriels. L'esprit dans lequel la fiscalité a encouragé l'essor des PEA et des FCPI devrait inspirer aussi une révision de la fiscalité du capital et de ses placements pour

encourager l'allongement de la durée de détention des actions qui constituent une forme de placements à long terme parmi d'autres, tels que les placements immobiliers. En outre, les placements longs en actions devraient faire l'objet d'un traitement préférentiel par rapport aux titres d'emprunts publics. Car eux seuls donnent aux entreprises les fonds propres indispensables au développement de la production.

Or au même moment, plusieurs textes rendent au contraire plus difficile la détention en actions par des catégories d'institutionnels, particulièrement importantes en France. Le projet de la directive européenne Solvabilité II réglementant les placements que nos compagnies d'assurances sont autorisées à faire s'avère à terme meurtrier pour les placements en actions et leur détention. Tenons en compte pour le moment, non sans regrets, et cherchons à limiter les effets pervers de la décision. Mais cela veut dire qu'il n'y a plus qu'une catégorie d'investisseurs institutionnels qui peut détenir des actions : ceux en charge des pensions. Il faut ici dénoncer le handicap d'une économie française privée des moyens qui lui permettraient de rivaliser avec les fonds de pension américains et britanniques et les fonds souverains des pays émergents. Il faut donc profiter de la réforme des retraites mise en chantier en 2010 pour que la France, qui prétend avoir une politique industrielle, s'en donne vraiment les moyens. Par exemple en développant les instruments existants tels que le Fonds de réserve des retraites, les Perco (plans d'épargne retraite collectifs), les Perp (plans d'épargne retraite

populaires) et en favorisant la création de fonds de pension. L'horizon des placements destinés à financer les compléments de retraite doit correspondre plus étroitement avec les besoins de financement des sociétés.

Les nouvelles orientations données à la Caisse des dépôts, la création des fonds européens d'infrastructures, le Fonds stratégique d'investissement (FSI) et, pour les PME, Oséo semblent aller dans la bonne direction.

La comptabilité dite en juste valeur est elle aussi un facteur puissant de prédominance des considérations de court terme. Autant il est justifié qu'elle s'applique aux placements à horizon court, autant un investisseur ayant un horizon long devrait pouvoir tenir moins compte des fluctuations à court terme des titres. La comptabilité des actifs financiers est en effet un enjeu très important, car elle détermine le jugement des investisseurs. Dans le cas des investisseurs à long terme, deux écueils doivent être évités parce qu'ils envoient des informations fausses à leurs clients et leurs partenaires. D'un côté, garder très longtemps des valeurs historiques très éloignées de la réalité. De l'autre côté, suivre toutes les fluctuations d'un marché très volatil ; c'est hélas ce que demandent les normes comptables actuelles (IFRS - International Financial Reporting Standards). Il nous apparaît plus judicieux d'explorer d'autres voies, respectueuses de l'horizon réel d'investissement : par exemple, les titres gardés sur un horizon de départ supérieur à cinq ans pourraient être calculés sur une moyenne des cours de trois ans, avec des clauses de correction si des événements significatifs le justifient.

*L'affectio societatis* mérite d'être encouragé par l'attribution d'actions donnant droit au double vote et au double dividende destinés à récompenser la fidélité des actionnaires. Cette entorse apparente à la règle de l'égalité entre actionnaires n'en est pas véritablement une car elle sanctionne une différence de comportements : l'actionnaire « stable » rend un service supplémentaire à l'entreprise dans laquelle il risque ses propres fonds. Des actions à double droit de vote devraient être distribuées aux fondateurs de l'entreprise et aux premiers souscripteurs d'actions de cette entreprise, lors de son introduction en Bourse et de ses augmentations de capital. Il pourrait en être de même, après étude approfondie, pour les arbitragistes qui souscrivent aux IPO (*initial public offerings*) ou aux augmentations de capital ; c'est au cours de tels moments que l'entreprise prend des risques dont il convient de récompenser ceux qui entendent les assumer. Si les gestionnaires collectifs de fonds pour compte d'autrui tels que les PEA doivent rester libres de procéder aux transactions qu'ils estiment opportunes, on pourrait imaginer de créer des titres dont la durée de détention effective donnerait droit à des avantages supplémentaires. La réglementation et la pratique des stock-options devraient être adaptées au même objectif qui est d'allonger la durée de détention des actions. En fait, il ne devrait pas y avoir de stock-options de moins de cinq ans, voire de huit ans.

Dans les PME, il arrive souvent que des actionnaires majoritaires ou minoritaires veuillent sortir, tandis que

les acquéreurs potentiels (actionnaires en place, salariés, repreneurs, tiers) n'ont pas les moyens financiers nécessaires. Dans ces cas, si les acquéreurs sont des personnes physiques, on pourrait favoriser la prise d'actions en location avec promesse de vente par le propriétaire (opération dite « location avec option d'achat » - LOA), ou prendre les actions en *leasing*, ou même seulement prendre les actions concernées en location, ce qui leur donne les droits politiques et financiers moyennant un loyer. D'ailleurs, de façon générale, si la location était possible pour les actions de sociétés cotées, elle pourrait permettre à des épargnants d'avoir un revenu fixe en restant propriétaire tandis que le locataire aurait les droits politiques et les aléas sur les dividendes. Ces suggestions méritent d'être approfondies sur le plan juridique. Mais le but en ce domaine, comme dans les précédents, est de mieux concilier la longueur des engagements avec la fluidité des mouvements assurés par les marchés financiers.

Enfin, les jeunes entreprises méritent d'être mieux accompagnées par les *business angels*. Des formations professionnalisantes plus nombreuses seraient bienvenues. De plus et surtout, les conditions de sortie des capitaux et la fiscalité des placements opérés dans ces jeunes pousses demandent également à être précisées et améliorées, de manière à permettre

à ceux qui prennent le risque de l'entreprise couplé à celui de l'illiquidité des titres de bénéficiaire de conditions cohérentes avec le service ainsi rendu. Parallèlement, des modalités encore plus allégées de cotation mise sur le marché ou de transaction sur de tels titres doivent être mises au point.

Telles sont les recommandations que la commission Éthique financière des Entrepreneurs et dirigeants chrétiens (EDC) croit devoir mettre en débat. Elles s'appuient sur un diagnostic qui nous paraît imposé par la gravité de la crise financière déclenchée en 2008, mais contre laquelle des experts avaient mis en garde des années auparavant, sans qu'ils aient été écoutés. L'entreprise et le marché évoluent dans des horizons différents. Le marché ne doit pas fournir l'occasion systématique de fuir ses responsabilités dans la production. C'est dans ce souci que nous préconisons de mieux récompenser les acteurs qui assument pleinement leur rôle d'investisseurs dans l'avenir du pays et de son tissu d'activités industrielles. Car comme le souligne Benoît XVI : « Il faut éviter que le motif de l'emploi des ressources financières soit spéculatif et cède à la tentation de rechercher seulement un profit à court terme sans rechercher aussi la continuité de l'entreprise à long terme. »<sup>1</sup>

*ANNEXE*

**Tableau 1**  
**Transactions sur actions et capitalisations boursières**  
 (en M\$)

	1990		2000		2008	
	É	C	É	C	É	C
NYSE	1 325 332	2 692 123	11 060 046	11 534 612	33 638 937	9 208 934
Euronext US						
Nasdaq	452 430	310 800	19 798 799	3 597 085	36 446 548	2 396 344
Londres SE	543 392	850 011	4 558 662	2 612 230	6 271 520	1 868 153

É : valeur totale des échanges d'actions.

C : capitalisation boursière en fin d'année.

Source : Fédération internationale des Bourses de valeurs (FIBV).

*NOTE*

1. Voir : l'Encyclique « L'amour dans la vérité », alinéa 40.