

## AVANT-PROPOS

Cet ouvrage rassemble 51 chroniques que j'ai publiées dans divers organes de presse : *Le Monde*, *Les Echos* et *The Conversation* au cours des années 2012-2018 sur des problématiques de finance et de gouvernance des entreprises. La plus grande part de ces textes a été publiée dans *The Conversation* à partir de 2016. Cela n'est pas un hasard car c'est grâce à ce média en ligne d'information et d'analyse de l'actualité indépendant, que j'ai été incité à écrire des articles croisant l'actualité avec mes domaines de recherche qui sont essentiellement la finance et la gouvernance des entreprises. En effet, *The Conversation* publie des articles grand public écrits par les chercheurs et les universitaires : « L'accès à un journalisme d'expertise authentique et de qualité est un des piliers de la démocratie ». L'objectif de ce média est « de permettre une meilleure compréhension de l'actualité et des sujets les plus complexes »<sup>1</sup>. Un beau projet pour donner la parole aux chercheurs et œuvrer pour la lumière dans ces temps où l'obscurantisme veille.

Cet ouvrage est le fruit d'une réflexion que j'ai engagée depuis plusieurs années sur la finance et la gouvernance des entreprises en parallèle avec mes recherches plus académiques. Si je publiais de temps en temps des articles dans *Le Monde* et *Les Echos*, c'est véritablement avec la création de *The Conversation* que ces chroniques se sont développées. A cet égard qu'il me soit permis de remercier Didier Pourquery, rédacteur en chef de *The Conversation*, qui m'a toujours encouragé et donné ses conseils avisés. Les discussions animées que j'ai eues avec mes collègues du département finance de Grenoble Ecole de Management, notamment Christophe Bonnet, François Desmoulins-Lebeault, Philippe Dupuy et Safwan Mchawrab, ne sont pas également étrangères à la rédaction de ces chroniques. Ces chroniques doivent également beaucoup au cours de gouvernance des entreprises (tronc commun de 3<sup>e</sup> année du programme grande école de GEM) ; les étudiants étant friands d'illustrations concrètes.

**Avertissement au lecteur** : il s'agit bien d'un recueil de chroniques liées à l'actualité des entreprises. Même si ces textes s'appuient sur un corpus issu essentiellement de la théorie financière moderne et de la recherche en gouvernance

---

1 Présentation du média *The Conversation* : <https://theconversation.com>

des entreprises, ils n'en restent pas moins des articles de presse. C'est la raison pour laquelle nous nous sommes affranchi (avec bonheur) de la réserve habituelle des articles académiques. Le lecteur de cet ouvrage, comme ceux qui ont lu ces articles au moment de leur parution, peuvent ne pas partager notre vision que certains pourront trouver trop tournée vers les actionnaires et en faveur des marchés financiers. Il faut dire que vouloir défendre le rôle et la place des actionnaires dans la gouvernance des entreprises privées et cotées sur les marchés financiers relève – en France particulièrement – d'une posture difficile tant la prégnance des mythes concernant cet acteur est forte dans notre pays dont la tradition libérale est faiblement ancrée.

Nous ne prétendons bien évidemment pas détenir la vérité et nous ne sommes pas comme le docteur Pangloss de Voltaire qui considérait que tout était « pour le mieux dans le meilleur des mondes possibles ». Nous savons que beaucoup reste à faire pour améliorer la gouvernance des entreprises et la manière dont elles sont gérées, et que le système peut dériver et conduire à des abus condamnables. Le dernier chapitre est notamment là pour dénoncer les dérives d'un système qui ne concerne pas que les entreprises privées mais également l'Etat et les collectivités locales. Notre principal objectif avec ces chroniques est de faire réagir et de lancer le débat comme dans *The Conversation*. Espérons que ce faisant nous aurons contribué à une meilleure compréhension de l'actualité financière et de la gouvernance des entreprises et *in fine* à son amélioration.

# INTRODUCTION

L'actualité économique et financière est une véritable mine pour les chercheurs en sciences de gestion, même si elle est sous-exploitée. Elle nous permet d'illustrer nos théories mais également de bâtir des cas pour nos étudiants. On a souvent reproché aux professeurs de gestion de ne pas occuper le terrain de l'actualité contrairement à nos collègues de sciences économiques. La remarque est juste et pertinente. Il faut dire cependant que la presse et les journalistes ouvrent davantage leurs colonnes à des chercheurs en économie qu'en gestion du fait des questions plus globales – croissance, chômage, inégalités, taux d'intérêt, déficits publics, etc. – auxquelles s'adressent leurs travaux. Les sciences de gestion du fait de leur intérêt spécifique pour les entreprises et les organisations se retrouvent moins dans la lumière de la presse. Ajoutons à cela la faible appétence des Français et de leurs élites politiques pour les entreprises et on comprendra pourquoi on voit moins de signatures d'articles de presse par des chercheurs en sciences de gestion. C'est ce défi que nous avons voulu relever en rédigeant depuis quelques années des chroniques chaque fois que l'actualité nous permettait de mettre en perspective les comportements des acteurs (dirigeants d'entreprises, responsables de l'État, etc.) avec les connaissances accumulées en matière de finance et de gouvernance des entreprises.

Notre ambition est, à travers ce recueil d'articles, d'apporter un éclairage vivant sur l'actualité des entreprises et de l'articuler sur des perspectives théoriques issues de la recherche académique. Comme le lecteur pourra s'en rendre compte, les pratiques mises en lumière dans ces 51 chroniques ne sont malheureusement pas nouvelles. Sans dire que l'histoire bégaye, les thèmes abordés au fil de ces chroniques ont tendance à se répéter et cela risque de continuer à l'avenir. Certes, de nouvelles questions, comme celles des entreprises high-techs, ont émergé depuis le nouveau millénaire, mais pour l'essentiel on retrouve une certaine continuité. C'est ainsi, que la place des actionnaires, celle de l'État avec la mondialisation, et les dividendes versés par les entreprises font toujours débat et risquent fort de continuer à occuper les colonnes des journaux.

S'il existe d'excellents manuels de finance d'entreprise et de gouvernance ainsi que des ouvrages de cas, force est, cependant, de constater l'absence de recueil d'articles illustrant les problématiques actuelles de la finance et de la gouver-

nance des entreprises. Cet ouvrage vise ainsi à combler un vide et permettre aux étudiants, mais également aux cadres d'entreprise, de replacer leurs connaissances dans des situations concrètes. Il s'adresse principalement aux étudiants en sciences de gestion, en université ou en grande école, qui suivent des cours de finance d'entreprise et de gouvernance. Les questions soulevées dans ces chroniques sont autant de champs de recherche pouvant être approfondis dans des mémoires de fin d'études.

Les articles sont regroupés selon une thématique commune qui fait l'objet d'une présentation dans cette introduction. Des références académiques pour aller plus loin sont également fournies. L'ouvrage est composé de sept chapitres, chacun regroupant sept à huit articles publiés. Nous avons préféré réunir les articles dans des rubriques homogènes plutôt que de suivre l'ordre chronologique de leur publication. Naturellement, une autre organisation aurait pu être choisie, mais celle qui est proposée à l'avantage de donner un cadre relativement cohérent à la lecture de ces chroniques.

Les sept chapitres sont les suivants :

1. L'actionnaire et le management : deux acteurs essentiels.
2. L'État actionnaire et ses contradictions.
3. Les fusions-acquisitions et l'activisme actionnarial.
4. Les entreprises high-tech : vers de nouvelles problématiques ?
5. Les dividendes des entreprises : une politique qui fait débat.
6. La gouvernance et la réforme de l'entreprise.
7. Les dérives du système et des acteurs.

Nous présentons rapidement ci-dessous ces sept chapitres et leurs logiques.

## **L'actionnaire et le management : deux acteurs essentiels**

Ce chapitre rassemble des articles qui permettent de tracer le cadre général de cet ouvrage consacré à la finance et la gouvernance des entreprises. Aujourd'hui plus personne ne conteste l'impact considérable de la mondialisation sur la gestion des grandes entreprises. Les grandes entreprises françaises, comme les autres, ont dû et devront encore s'adapter à cette nouvelle donne qui a été en plus amplifiée avec la digitalisation de leurs activités et l'Internet. Mais en France, du fait d'une tradition historique d'intervention de l'État dans les affaires privées, il semble que cette nécessaire adaptation soit plus difficile qu'ailleurs et fasse débat. Au lieu de vouloir toujours opposer le management aux actionnaires (et vice-versa), ce chapitre vise à montrer que la réussite des entreprises repose sur ces deux acteurs essentiels dès lors que chacun est dans son rôle.

Le premier débat concerne les relations plus ou moins conflictuelles entre le monde de la finance et celui du management. Longtemps protégés des contraintes des marchés financiers nos dirigeants, souvent issus de la haute fonction publique, ont du mal à accepter la logique financière des entreprises

faisant appel aux marchés. Dans l'article intitulé « Concilier finance et management : une injonction toujours d'actualité », nous revisitons la réflexion commencée dans le numéro spécial de la *Revue Française de Gestion* (n° 198-199, novembre-décembre 2009). Ce numéro spécial de la RFG était composé de 20 articles répartis dans quatre grandes parties sur le thème concilier finance et management : les fondamentaux ; dans l'entreprise ; avec les exigences des investisseurs ; et avec une gouvernance renouvelée. Comme nous le constatons presque 10 ans après, la relecture de ces textes montre qu'ils n'ont pas vraiment vieilli : les problématiques et les zones de tensions entre la finance et le management sont toujours présentes.

Le deuxième débat, relativement franco-français, concerne la place des actionnaires au sein des entreprises privées faisant appel à l'épargne publique. Nombreux sont ceux qui verraient bien leurs droits de propriété amoindris au profit des salariés, voire d'autres parties prenantes. Deux articles de ce chapitre prennent la défense du rôle des actionnaires. Le premier, publié dans *Le Monde*, conteste l'idée parfois développée par certains économistes que tout le mal des entreprises viendrait des actionnaires. Le deuxième, publié dans *Les Échos*, montre qu'il est difficile d'aimer les entreprises, comme certains dirigeants politiques le proclament, et en même temps de vilipender leurs actionnaires.

Enfin, le troisième débat concerne la mondialisation et la nécessaire adaptation des entreprises à cette nouvelle donne. Trois entreprises que nous avons suivies (Peugeot, Volkswagen et Air France) nous semblent emblématiques des changements et des risques que doivent affronter les grandes entreprises. D'autres auraient pu être citées. Le cas Peugeot pose la question de la nationalisation des entreprises face à la mondialisation ; celui de Volkswagen montre qu'au pays de la cogestion les actionnaires peuvent se rebeller ; et celui d'Air France rappelle que même les grandes compagnies aériennes ne sont pas immortelles. Ces trois articles illustrent combien le haut management des entreprises et leurs actionnaires sont au centre des contraintes que subissent les entreprises.

## **L'État actionnaire et ses contradictions**

À travers son agence des participations (APE), l'État reste, encore aujourd'hui, un acteur très important du secteur industriel et commercial français. C'est une vraie spécificité française par rapport aux autres pays occidentaux. Cette spécificité impacte la gouvernance de nombre d'entreprises hexagonales. Les entreprises relevant du périmètre de l'APE sont nombreuses (on en compte 81 en 2015), très variées et réalisent un chiffre d'affaires de près de 150 milliards d'euros. Dans la plupart des cas, ces participations sont des héritages du passé et n'obéissent plus à une vision stratégique. Le portefeuille des participations de l'État ressemble davantage à un empilement historique qu'à un véritable projet stratégique. Ce chapitre rassemble sept articles qui illustrent les difficultés, voire les contradictions, de l'État actionnaire. Un État qui a, dans les années 1980, nationalisé massivement pour ensuite privatiser tout aussi massivement...

Le premier article pose directement la question qui fâche : à quoi sert l'État actionnaire ? Outre de pouvoir nommer directement 765 administrateurs de

sociétés, l'État reçoit environ 4 milliards d'euros de dividendes de ses participations. Mais est-ce que l'État gère bien son portefeuille ? La réponse est non puisque la performance de son portefeuille est inférieure à celle du marché. Cela n'est pas étonnant dans la mesure où l'État en voulant poursuivre plusieurs objectifs, parfois antagonistes, semble plutôt agir comme un pompier dans l'urgence que comme un stratège à long terme. Cela montre toute la difficulté de poursuivre plusieurs objectifs et ne participe pas à la clarification de ses missions.

L'article sur la Banque publique d'investissement (BPI), qui se veut un fonds d'investissement socialement responsable, ancré dans le territoire en lien avec les régions et au service des PME et des entreprises de taille intermédiaire (ETI), montre que cette banque n'échappe pas aux difficultés dès lors qu'elle va au-delà des critères classiques de prêt pour aider les PME et ETI. Cela est illustré avec le cas du fabricant de chariots Caddie.

Renault, entreprise mythique du capitalisme d'État, fait l'objet de deux chroniques. La première pose la question de la gouvernance d'une telle entreprise avec l'État actionnaire. Le cadre d'analyse nous est fourni par la question des droits de vote double dont l'État pourrait bénéficier à l'issue de sa montée au capital du constructeur et pas son allié japonais Nissan. La deuxième chronique sur Renault, permet de poser la question de la rémunération, ô combien sensible, des PDG, notamment de celui de Renault, Carlos Ghosn. Alors que le conseil d'administration du constructeur avait approuvé la hausse de la rémunération de son PDG, l'État actionnaire l'a refusée en actionnant le *Say on Pay* contraignant. Curieux revirement pour un gouvernement socialiste que de transférer le pouvoir à l'AG des actionnaires plutôt que de laisser le conseil d'administration – supposé en charge de l'intérêt social – de trancher.

Autre fleuron de l'État actionnaire : EDF. L'article intitulé « EDF où les déboires de l'État actionnaire » relate la démission du directeur financier de cette entreprise à la suite de la décision imposée par l'État de faire participer notre fleuron national à la construction de deux réacteurs nucléaires en Angleterre. Investissement trop risqué pour le directeur financier, investissement stratégique pour l'État ? On retrouve encore ici la dualité du rôle de l'État actionnaire et qui ne va pas sans poser des difficultés.

Les deux derniers articles de ce deuxième chapitre concernent les Chantiers navals de Saint-Nazaire (STX France) et leur contrôle après la faillite du groupe coréen STX. Ce cas est d'autant plus intéressant qu'il mêle les questions liées à la mondialisation et aux marges de manœuvre possibles de l'État qui contrôlait à l'époque 33 % du capital de STX France. Celles-ci apparaissent *in fine* relativement faibles. Finalement STX France sera contrôlé par des investisseurs italiens.

## **Les fusions-acquisitions et l'activisme actionnarial**

Les fusions-acquisitions et l'activisme actionnarial sont deux thèmes qui lient étroitement les questions de la finance et de la gouvernance des entreprises. C'est donc tout naturellement que nous leur consacrons un chapitre. Pour Bruno Husson (1990), les prises de contrôle en bourse représentent un moyen

privilegié d'amélioration de la compétitivité des entreprises et la clé de voûte du dispositif de protection de l'investisseur. Tel n'est pourtant pas la vision que la presse et les responsables politiques voient dans ces opérations qui sont plutôt présentées comme l'expression ultime du capitalisme « sauvage ». Quant à l'activisme actionnarial, il n'a pas meilleure presse, et pourtant il a un rôle à jouer dans le management des entreprises.

Le premier article de ce chapitre expose la situation mondiale du marché des fusions-acquisitions (M&A) et celui plus spécifique de la France. Contrairement à ce que d'aucuns croient, les entreprises françaises ne sont pas les dernières à profiter du marché des M&A pour renforcer leurs positions stratégiques à long terme. Elles sont même plutôt très actives et cela, sans l'aide de l'État. Mais si on se réjouit des acquisitions réalisées par les groupes français, il n'en va pas de même quand ce sont des groupes étrangers qui prennent le contrôle de nos fleurons. Et pourtant, l'un ne va pas sans l'autre : difficile de reprocher aux autres ce que l'on fait soi-même.

Le deuxième article intitulé « La ligne Maginot n'est pas une stratégie industrielle », fait écho aux préoccupations des dirigeants politiques pour protéger nos fleurons industriels de l'appétit des groupes étrangers grâce à un décret élargissant les secteurs économiques dans lesquels l'État peut s'opposer à une prise de contrôle hostile. Un décret approuvé, selon un sondage, par 70 % des Français prouve une fois de plus que l'interventionnisme d'État a encore de beaux jours devant lui.

Les deux articles suivants exposent deux cas de fusion qui concernent des entreprises françaises (Lafarge et Alstom) avec deux entreprises européennes (Holcim et Siemens). Alors que la fusion entre Lafarge et Holcim devait être un rapprochement entre égaux, nous montrions à l'époque de l'opération qu'en fait il s'agissait bel et bien d'une prise de contrôle par le Suisse Holcim. L'avenir nous a malheureusement donné raison. Le cas de la fusion entre Alstom et Siemens nous permet, une nouvelle fois, d'illustrer le rôle de l'État dans cette opération et de mettre en lumière quelques vraies questions.

Mais les prises de contrôle, plus ou moins hostiles ou amicales, ne sont pas l'unique expression de la pression des actionnaires sur le management. L'activité grandissante des *hedge funds* activistes pèse également sur le management des grandes entreprises cotées. Faut-il avoir peur de ces actionnaires activistes et leur supposé court-termisme ? La réponse que nous apportons dans cette chronique est nuancée dans la mesure où certains travaux académiques montrent que l'impact de ces activistes sur les performances des entreprises visées se fait sentir non seulement à court, mais également à moyen et long terme.

Les deux derniers articles de ce chapitre exposent les cas de grandes entreprises cotées (Nestlé, Danone et Vivendi) faisant l'objet de l'activisme de *hedge funds*. Bien que différents, on retrouve fondamentalement les mêmes raisons à l'origine de ces actions : des performances économiques et financières jugées insuffisantes, un actionnariat dispersé et un management peu à l'écoute de ses actionnaires. Alors que pour beaucoup d'observateurs et de dirigeants l'activisme des actionnaires porte atteinte aux intérêts à long terme des entreprises, ces articles montrent que la question mérite débat. De toute façon, il semble bien

que l'activisme actionnarial, n'en déplaise aux dirigeants des entreprises, ne soit pas près de baisser la garde.

## **Les entreprises high-tech : vers de nouvelles problématiques ?**

L'irruption dans le paysage économique des start-up et autres dot.com au début du millénaire a symbolisé l'émergence des entreprises high-tech. Bien sûr, les entreprises high-tech demeurent des entreprises avec des actionnaires, des clients, et des fournisseurs comme toutes les autres. Mais la spécificité de leurs « *business models* » fait qu'en matière de finance et de gouvernance on a assisté à de profonds changements. Seront-ils pérennes ou progressivement les pratiques de ces entreprises se fondront-elles dans le « *mainstream* » ? La question est ouverte.

Le premier article de ce chapitre intitulé « Gouvernance des entreprises high-tech : l'émergence d'un nouveau modèle ? » s'efforce de répondre à cette question. Contrairement à la firme managériale de la deuxième moitié du XX<sup>e</sup> siècle, pilotée par des managers professionnels et financée par un actionnariat dispersé, on assiste aujourd'hui à l'émergence d'entreprises dirigées par leurs actionnaires majoritaires avec un actionnariat concentré. Retour vers le capitalisme historique de la révolution industrielle ou nouveau modèle ?

Le deuxième article de ce chapitre pose la question de la valorisation en bourse des entreprises high-tech et rappelle la difficulté des modèles classiques d'évaluation face à ces nouvelles entreprises. Pour certains observateurs les valorisations atteintes par les GAFAs (Google, Apple, Facebook, Amazon) et autres géants du numérique ne seraient que la preuve que le marché, loin d'être court-termiste, aurait tendance à survaloriser à long terme les performances futures. Difficile de se prononcer ?

Comme chacun sait, la valeur d'une entreprise, notamment high-tech, dépend étroitement de la valeur de son capital humain. Dans quelle mesure, la problématique de la prise de contrôle d'une telle entreprise est-elle similaire à celle d'une entreprise classique dont la valeur dépend moins du capital humain que du capital financier ? C'est la question qu'aborde l'article sur l'OPA de Vivendi sur l'éditeur de jeux Gamloft.

Les quatre articles qui suivent exposent les stratégies financières d'entreprises high-tech qui ont défrayé la chronique. Il s'agit tout d'abord de « l'insoutenable légèreté de la stratégie financière d'Altice ». Dans cet article nous mettons en évidence la fragilité de cette stratégie qui repose sur deux piliers : la volonté par le dirigeant de conserver le contrôle et un endettement massif. L'article sur Samsung – un groupe sud-coréen dont le chiffre d'affaires est de 161 milliards d'euros – et l'arrêt de la fabrication du Galaxy Note 7 montre combien ces entreprises peuvent être également fragilisées par leurs processus de fabrication qui peuvent se transformer en fiasco industriel. L'article sur Yahoo !, l'entreprise qui valait 125 milliards de dollars en 2000 est là pour nous rappeler combien les valorisations de ces entreprises de la nouvelle économie peuvent s'apparenter à un mirage. Avec le franchissement de la barre des 1000 milliards de dollars de valorisation pour Apple en 2018, la question se pose : bulle Internet



ou excès d'optimisme des marchés qui survalorisent un avenir radieux à long terme pour ces GAFA ?

L'article sur la levée de fonds (16 milliards de dollars) par Amazon sur le marché obligataire américain, témoigne de la confiance à long terme que les investisseurs peuvent accorder à une entreprise qui ne fait pratiquement pas de bénéfices (par rapport à son chiffre d'affaires) dès lors qu'ils estiment que la stratégie est la bonne. Il montre aussi la puissance de feu de ces nouvelles entreprises qui sont capables de mobiliser des sommes considérables ; un phénomène que l'on ne constate pas en Europe.

Le dernier article de ce chapitre est consacré à une autre entreprise hors norme et emblématique du monde high-tech : Tesla. Elon Musk, le fondateur et dirigeant de cette entreprise qui entend révolutionner l'automobile, a fait l'objet des foudres de la SEC (*Securities and Exchange Commission*) suite à un message sur Twitter annonçant la sortie de Tesla de la Bourse. Une annonce qui n'a pas eue de suite mais qui a coûté à Elon Musk son poste de PDG.

## **Les dividendes des entreprises : une politique qui fait débat**

L'annonce en 2012 par Peugeot SA d'un plan de restructuration visant 8000 salariés (sur presque 200 000 employés dans le monde) a fait l'objet d'une véritable bombe sociale après l'élection présidentielle de François Hollande. Ce dernier avait promis « l'État ne laissera pas faire » et en avait profité pour mettre en cause la stratégie financière du constructeur automobile et sa politique de dividende. Ce rappel montre combien la distribution de dividendes aux actionnaires reste un sujet d'incompréhension et de discorde en France. L'article intitulé « Peut-on rendre responsable les actionnaires et leurs dividendes d'une faillite industrielle ? Le cas Peugeot » montre qu'en la matière ce ne sont pas les (faibles) dividendes versés par PSA qui sont à l'origine des difficultés du constructeur qui a plutôt été sanctionné pour son manque de délocalisation de sa production à l'étranger, contrairement à son rival Renault.

Comme chacun sait, l'actionnariat salarié est particulièrement développé en France depuis les ordonnances du Général de Gaulle sur la participation en 1967. Nombreux sont les observateurs à trouver à cette forme d'actionnariat de grands mérites. Au-delà des avantages (et des éventuels inconvénients) pour les salariés et pour le management des entreprises, l'actionnariat salarié pose la question de leur capacité à décider de la politique de dividende de l'entreprise. Le cas de France Télécom vient illustrer cette problématique qui met en tension les actionnaires classiques et les actionnaires salariés avec des visions différentes de l'intérêt de l'entreprise.

Devant la hausse constante des montants des dividendes versés aux actionnaires et des rachats d'actions, certains gestionnaires de fonds s'interrogent et proposent même de limiter ces politiques. C'est le cas du fonds BlackRock qui gère 4350 milliards de dollars, dont 2300 milliards en actions et qui appelle les patrons des grandes entreprises américaines et européennes à ne pas abuser de ces versements. D'une certaine façon, comme nous le rappelons dans notre chronique, cette position rejoint la théorie financière moderne qui ne fait pas

des dividendes l'essentiel de la gestion financière de la firme et qui rappelle que c'est l'investissement qui est créateur de valeur, y compris pour les actionnaires.

Les deux articles suivants viennent en appui de ce rappel de la théorie financière moderne, à savoir que les dividendes et les rachats d'actions n'enrichissent pas les actionnaires contrairement à la vulgate. Cela est démontré de différentes façons qui reviennent à montrer qu'*in fine* c'est l'actionnaire qui finance ses propres dividendes : l'augmentation de sa trésorerie étant compensée par une perte équivalente de la valeur de son portefeuille. Dans la même veine, l'article intitulé « Le dividende n'est ni le salaire de l'actionnaire ni l'ennemi de l'investissement » montre qu'il est faux de vouloir faire un parallèle, comme certains observateurs le font, entre les salaires et leur hausse avec celle des dividendes. De même, grâce à la théorie financière nous montrons que le dividende n'est pas l'ennemi de l'investissement. Bref, que ce n'est pas parce qu'une entreprise verse des dividendes à ses actionnaires qu'elle va limiter ses investissements.

Les dividendes n'étant pas populaires en France, l'État ne risque rien à les taxer. C'est ce que fit le gouvernement Ayrault du président Hollande en 2012 qui a instauré une taxe de 3% sur les dividendes ; une mesure qui sauf pour les actionnaires est passée inaperçue. C'était sans compter sur la réglementation Européenne en la matière et le Conseil constitutionnel qui a retoqué cette taxe en 2017. C'est ainsi que l'État, cette fois-ci géré par le gouvernement Édouard Philippe du président Macron doit reverser 10 milliards d'euros indûment touchés. Que le citoyen se rassure, *in fine*, ce seront les grandes entreprises (en fait leurs actionnaires) qui paieront l'addition.

Ce chapitre consacré aux chroniques sur les dividendes se termine par une analyse des erreurs méthodologiques du rapport de l'ONG Oxfam sur les dividendes du CAC 40 publié en 2018. Avec Christophe Bonnet, nous avons identifié sept biais principaux que nous vous laissons le soin de découvrir. Au-delà de ces biais, l'existence même de ce rapport montre combien la politique de dividende des entreprises fait débat dans la société française.

## **La gouvernance et la réforme de l'entreprise**

La réforme du statut de l'entreprise et sa gouvernance est une question relativement ancienne en France ; un pays qui a toujours eu du mal avec l'économie de marché et la logique capitaliste. Déjà en 1967, l'inspecteur des finances François Bloch-Lainé publiait son livre *Pour une réforme de l'entreprise*. Aujourd'hui, avec la loi Pacte, il est question de modifier l'objet social de l'entreprise et pour ceux qui le souhaitent d'introduire le statut de B Corp (*Benefit Corporation*) permettant d'associer but lucratif et intérêt général. Ce sixième chapitre rassemble sept chroniques qui abordent ces questions liées à la réforme de l'entreprise et sa gouvernance.

Le premier article, intitulé « Faut-il vraiment changer le statut de l'entreprise ? » rappelle brièvement les travaux anciens sur la réforme de l'entreprise, de François Bloch-Lainé au projet socialiste de nationalisation des entreprises de 1980, en passant par le rapport de Pierre Sudreau de 1975. L'article fait égale-

ment état des propositions récentes de réforme du statut et de la gouvernance des grandes entreprises par certains chercheurs en économie et gestion. Ce faisant, nous en arrivons à repréciser le rôle indispensable de l'actionnaire au sein des entreprises privées et les risques que fait courir l'amointrissement de leurs droits en nous appuyant sur la théorie des droits de propriété et la nécessité pour les entreprises de trouver des fonds propres auprès des actionnaires.

Comme d'une façon ou d'une autre les propositions de réforme de la gouvernance des entreprises reviennent à promouvoir le rôle des salariés au sein des conseils d'administration, nous en profitons pour nous demander à quoi servent les administrateurs salariés. Sauf à ce que ces administrateurs détiennent une majorité, il est fort probable que leur participation ne modifie pas vraiment les choix stratégiques du management, surtout si les affaires vont mal et que des décisions difficiles doivent être prises.

Une autre dimension de la réflexion actuelle sur la gouvernance des entreprises est portée par l'Institut français des administrateurs (IFA) qui a confié à Louis Gallois la présidence d'un groupe de travail sur le rôle du conseil d'administration dans la détermination de l'appétence pour le risque (« *risk appetite* »). Les auteurs estiment qu'il faudrait encourager les porteurs de projets d'investissement à prendre plus de risque. Le troisième article de ce chapitre propose une réflexion sur ce nouveau concept tout en pointant ses limites.

Profitant des débats sur la loi Pacte, le PDG de Danone a annoncé qu'il souhaitait transformer Danone en B Corp et a proposé de donner à chaque salarié une action de façon à insuffler une nouvelle gouvernance de son groupe. Dans l'article intitulé « Et Danone changea de modèle... et transforma ses salariés en actionnaires » nous pointons les limites de ces changements et ce d'autant plus que Danone est sous l'œil d'actionnaires activistes qui dénoncent le manque de rentabilité du groupe. Si on peut espérer que le changement de *Business model* de Danone permettra au groupe de retrouver la confiance des investisseurs, on peut cependant douter que les annonces faites par son PDG soient susceptibles de véritablement changer la donne de la gouvernance d'un tel groupe international.

L'article sur Sanofi est du reste là pour montrer que la réussite du géant pharmaceutique français n'est pas incompatible avec un conseil d'administration traditionnel. En 1973, Sanofi n'est qu'une start-up d'une dizaine de personnes solidement adossée à Elf Aquitaine. Dirigé dès sa création par un patron visionnaire, Jean-François Dehecq, un ingénieur Arts et Métiers, et qui en 50 ans en a fait un groupe mondial de 105 000 salariés. Mieux, cet article témoigne que des administrateurs peuvent renvoyer un dirigeant – nouvellement nommé pour remplacer le départ du fondateur – du fait d'une stratégie en rupture avec les valeurs du groupe et faisant une trop grande place à la vision financière. Comme quoi les représentants des investisseurs peuvent avoir une vision plus large que celle du compte de résultat trimestriel et que cela peut se faire sans réforme de l'entreprise.

L'article intitulé « Volkswagen ou les limites de la cogestion à l'allemande » fait référence au scandale des moteurs truqués, le célèbre « *dieseldgate* », qui a secoué le premier constructeur automobile mondial. Ce cas montre à l'évidence que la

cogestion à l'allemande, si souvent vantée par les critiques de notre modèle de gouvernance français et susceptible normalement d'associer le management et les employés, n'a pas bien fonctionné. En d'autres termes, il ne suffirait pas de changer le statut de l'entreprise et sa gouvernance pour éviter de tels dysfonctionnements.

Enfin, le dernier article de ce chapitre intitulé « Nexans : une gouvernance défaillante se paye tôt ou tard » montre la nécessité, surtout pour un groupe industriel œuvrant dans un milieu très compétitif, d'avoir une gouvernance sans faille. En effet, Nexans, une entreprise française leader mondial des câbles, a perdu sa position au profit de son concurrent, l'Italien Prysmian et a vu sa rentabilité et sa croissance se dégrader. Ce cas révèle que l'action d'un actionnaire activiste n'a pas pu se déployer et que les changements demandés en matière de gouvernance ont été trop lents et insuffisants.

## Les dérives du système et des acteurs

Le dernier chapitre de cet ouvrage rassemble des chroniques qui montrent chacune dans leur genre que les choix financiers opérés par les décideurs et le management des entreprises sont parfois toxiques et que la raison n'est pas toujours au rendez-vous. Ils témoignent d'une certaine dérive du système et des acteurs. Bien d'autres cas auraient pu figurer dans ce thème, mais les huit articles sélectionnés témoignent de la diversité de ces dérives qui ne sont pas uniquement le fait des entreprises privées. Le cas des emprunts « structurés » souscrits par les collectivités locales montre que la gouvernance de ces organisations publiques a encore des progrès à faire.

Avec l'article intitulé « Alstom : un échec de l'État stratège ? », nous revenons sur la question de l'État actionnaire. La fermeture du site d'Alstom à Belfort révèle l'insoutenable légèreté de l'État actionnaire et son manque de vision stratégique à long terme. Pour certains économistes, cette fermeture est la conséquence de la « financiarisation » des entreprises. Pour nous – et c'est l'idée que nous défendons – c'est plutôt la gouvernance même des entreprises contrôlées par l'État qu'il faut interroger.

Les dérives du système ne concernent pas que le monde de la finance. Le cas du « *dieselgate* » de Volkswagen est là pour nous le rappeler. Bien sûr ce scandale n'est pas le seul dans lequel une entreprise industrielle est impliquée, mais par son ampleur il reste un cas exemplaire de dérive de la gouvernance. Alors qu'on aurait pu croire – à l'instar des investisseurs qui ont fait dévisser le cours de VW en bourse à l'annonce du scandale – que les consommateurs auraient sanctionné le constructeur, ils ont en fait continué à acheter les véhicules de ce constructeur. C'est ainsi que Volkswagen est devenu numéro un mondial malgré le « *dieselgate* ». En continuant à acheter VW et les différentes marques du groupe (Audi, Bentley, Porsche, Seat, Skoda) les consommateurs ont montré que leur plaisir passait avant le sauvetage de la planète. Ainsi la dérive du système concerne également les consommateurs.

Le troisième article de ce chapitre intitulé « Air France ou comment se couper les ailes », décrit la situation de la compagnie aérienne nationale empêtrée dans

une grève dure au printemps 2018 motivée par une demande d'augmentation généralisée des salaires de 6% par les syndicats. Cette augmentation était jugée incompatible avec la situation financière de la compagnie. Cette grève qui a entraîné la démission du PDG de la compagnie révèle une entreprise difficilement gouvernable. Encore une fois, le rôle ambigu de l'État actionnaire se retrouve dans ces difficultés. Ce cas illustre également le piège de l'engagement par les dirigeants de l'entreprise et syndicaux. Ce biais psychologique consiste à ne pas vouloir remettre en cause leur analyse initiale et à maintenir coûte que coûte leurs positions même si elles ne sont pas tenables.

Les trois articles qui suivent traitent de l'affaire des emprunts « structurés » souscrits par de très nombreuses collectivités locales (communes, métropoles, départements, régions) et qui sont devenus « toxiques » avec le temps. Cette affaire a permis de jeter une lumière crue sur la gouvernance défaillante de ces collectivités : qui est en mesure de contester un exécutif local dès lors qu'il a le soutien de sa majorité ? L'article intitulé « Emprunts toxiques : entre ignorance et petits calculs » montre, sur la base des travaux de deux chercheurs en finance (Christophe Pérignon et Boris Vallée), que, non seulement, les élus décideurs savaient ce qu'ils faisaient – contrairement à ce qu'ils ont affirmé régulièrement – mais également que plus ils savaient et plus ils signaient. De quoi remettre en cause l'image des élus locaux ne servant que l'intérêt public et ayant une vision à long terme. La métropole grenobloise nous fournit un très bon terrain d'analyse détaillée de la sortie de ses emprunts toxiques qui ont coûté plus de 130 millions d'euros, soit plus du double du capital emprunté. Pour les dirigeants de la Métropole, il fallait en sortir en acceptant l'arrangement avec les banques et bénéficier de l'aide du fonds de soutien mis en place par l'État. Pour les opposants à la majorité il fallait continuer le combat jusqu'au bout. Les débats donnent un aperçu de ce que les postures politiques peuvent donner face à une décision financière somme toute assez technique. Comme la plupart des collectivités locales ont cherché à obtenir un soutien de la part de l'État pour sortir de la trappe des emprunts toxiques, cela s'est traduit pour l'État par une facture de 5,5 milliards d'euros pour le contribuable. On retrouve ici l'État en position de créancier résiduel obligé d'éponger les pertes liées à des décisions qui lui ont échappé : un beau cas de gouvernance dans le secteur public.

Mais la dérive du système concerne également l'État. Le cas de la privatisation des autoroutes, raconté sous une forme de conte, est là pour nous montrer que cet acteur dont les Français attendent beaucoup peut faire des erreurs de calcul financier et avoir également une vision à très court terme. En effet, vendre des actifs dont la rentabilité est supérieure au coût de la dette à rembourser n'est jamais une bonne décision financière.

Enfin, le dernier article de ce chapitre sur les dérives du système et des acteurs sort du champ exclusivement financier pour interroger les nouveaux modes de management, et donc de gouvernance, des entreprises. En effet, la façon dont les entreprises sont managées fait partie intégrante de leur gouvernance dans la mesure où se sont bien les dirigeants qui influent directement sur le mode de management interne de l'entreprise. Or en la matière, et au-delà du discours sur le management bienveillant, il semble bien que se cachent de sérieuses dérives. C'est le sujet qu'aborde l'article intitulé « Le management bienveillant : c'est

ceux qui en parlent le plus qui en font le moins ». Cet article dénonce le double discours des dirigeants sur le bien-être au travail et la réalité du monde du travail dans certaines grandes entreprises.