

# INFLUENCE DES DYNAMIQUES ACTIONNARIALES SUR LES CHOIX STRATEGIQUES DES FIRMES : L'ÉTUDE DU CAS DES MULTINATIONALES AGRO-ALIMENTAIRES

Florence PALPACUER  
*Professeur, université Montpellier 1*

Daniel BAUDRU  
*CDC*

## Introduction

Comme il l'a été souligné dans la communication précédente, les travaux de recherche développés au plan international ces dernières années ont fait apparaître une mutation de l'organisation des activités d'industrie et de service, résultant des stratégies de recentrage des firmes leaders de ces secteurs sur leurs métiers de base (Dicken, 1998 ; Harrison, 1994). Ces transformations s'accompagnent d'une remise en cause des modes de gestion de l'emploi, qui évoluent d'un modèle centré sur l'emploi stable et homogène, la spécialisation des tâches et la primauté du contrôle bureaucratique dans les grandes firmes, vers une flexibilisation et une diversification des formes d'emploi au sein de réseaux inter-entreprises (Castells, 1996 ; Palpacuer, 2000). Ces évolutions ont été attribuées à différents facteurs tels que la mondialisation de la concurrence, la diffusion des nouvelles technologies, ainsi que la montée en puissance des marchés financiers. Si l'impact de la mondialisation et des nouvelles technologies sur l'emploi a fait l'objet de nombreux débats et études (OCDE, 1994 ; BIT, 1997), l'influence des mutations actuelles des marchés financiers reste moins bien analysée. Le poids croissant de ces derniers dans le financement des entreprises, le renforcement des investisseurs institutionnels et les logiques d'intervention de ces nouveaux actionnaires sont pourtant susceptibles d'influencer les choix des entreprises en matière d'organisation des activités productives et de gestion de l'emploi (Morin, 1998 ; Baudru et Morin, 1999).

Comprendre les relations entre stratégie d'entreprise et GRH implique donc aujourd'hui de mieux cerner les articulations en œuvre entre nouvelles formes d'actionnariat, dynamiques concurrentielles, et structures organisationnelles et d'emploi dans les stratégies des firmes, particulièrement celles des firmes leaders cotées sur les marchés. À une échelle d'analyse plus globale, ce questionnement nous renvoie aux formes d'interaction entre sphères financière, productive et socio-institutionnelle au sein de l'économie contemporaine.

La présente communication contribue à explorer cette problématique en étudiant l'influence des nouvelles formes d'actionnariat sur les stratégies des firmes multinationales, et en se centrant sur un secteur d'activité, celui de l'agroalimentaire. Nous analysons plus largement les interactions entre dynamiques concurrentielles et financières dans le pilotage stratégique des firmes dominantes de l'agroalimentaire. Ce faisant, nous soulignons l'émergence d'un modèle de firme globale financiarisée, dont les traits saillants en matière d'organisation et de GRH font l'objet d'une communication complémentaire au sein de ce symposium.

De nature exploratoire, notre étude s'appuie sur l'analyse des structures actionnariales et des choix stratégiques d'une vingtaine de firmes multinationales agro-alimentaires (FMN-A). Les sources utilisées incluent la base de données Shareworld, qui permet de connaître les structures actionnariales des sociétés cotées, et la base de données Agrodata, composée des rapports annuels et articles de la presse professionnelle concernant les cent premiers groupes mondiaux de l'agroalimentaire. Ces sources ont été complétées par des entretiens auprès d'analystes financiers et de cadres dirigeants.

Dans un premier temps, nous appréhendons l'influence des marchés financiers en nous intéressant aux relations entre structure actionnariale, ou poids des investisseurs institutionnels, et choix stratégiques des firmes en matière d'allocation des ressources financières. Cette approche révèle que les choix d'affectation des richesses créées par l'entreprise ne sont pas indépendants du type d'actionnaire qui domine son capital. Dans un second temps, nous soulignons la nature interactive, plutôt qu'univoque, des relations entre entreprises et marchés financiers. Nous montrons alors que les choix d'engagement des firmes étudiés dans une logique de shareholder value peuvent être liés à leurs choix de stratégie concurrentielle, particulièrement celui de poursuivre une stratégie de globalisation. C'est alors le financement des stratégies de globalisation, et non l'influence d'un actionnaire institutionnel dominant, qui incite les firmes à mettre en œuvre ce que nous appelons une "financiarisation" de leur stratégie; consistant à orienter leurs activités de création et de distribution de richesse vers la satisfaction de l'actionnaire.

## **1. Influence de l'actionnariat institutionnel sur les stratégies d'entreprise**

L'un des traits fondamentaux de l'organisation du système financier actuel est l'émergence d'un nouveau type d'acteurs, les investisseurs institutionnels (1.1). Ces derniers ont une caractéristique spécifique, celle de placer les liquidités pour le compte de tiers. L'importance de leur développement au cours de la dernière décennie a poussé nombre d'auteurs à écrire que nous faisons désormais face à une nouvelle forme d'organisation de la sphère financière de l'économie, décrite comme étant celle du capitalisme institutionnel (Artus, 1998), patrimonial (Aglietta, 1998) voire fiduciaire (Hawley, 2000). Après avoir caractérisé les logiques d'action de ces nouveaux types d'investisseurs (1.1), ainsi que leurs comportements d'investissement (1.2), nous montrerons qu'il existe une relation significative entre la stratégie de la firme, appréhendée par ses choix d'allocation de ressources financières, et le poids de ces investisseurs dans sa structure actionnariale (1.3). Au-delà des pressions à la convergence analysées dans la première communication, et que nous approfondirons plus loin, nous soulignerons donc quelques éléments de différenciation, en particulier dans le secteur agroalimentaire.

### **1.1 Les logiques d'action des investisseurs institutionnels**

L'industrie des gestionnaires pour le compte de tiers se compose d'une diversité d'acteurs qui fonctionnent selon des contraintes et logiques distinctes. Nous allons voir que l'accentuation de la pression concurrentielle qui s'exerce aujourd'hui sur les marchés financiers, ainsi que l'émergence de nouvelles approches de la création de valeur par l'entreprise, sont associées à la montée en puissance d'une catégorie particulière d'acteur au sein de cette industrie.

#### **1.1.1 L'intensification de la pression concurrentielle sur les marchés financiers**

Parmi les éléments qui différencient les gestionnaires de fonds pour le compte de tiers figure en premier plan la nature de l'obligation portée par le gestionnaire, qui peut s'appliquer soit à ses résultats, soit aux moyens qu'il engage dans son activité. Dans le premier cas, le mandataire agit en supportant entièrement le risque économique lié aux opérations qu'il conduit. Dans le champ de la gestion financière pour le compte de tiers, seuls les fonds de pension dits à prestations définies (DB pension funds) font face à ce type d'obligations. L'obligation de résultats incite ces investisseurs à un comportement de placement très prudent : leurs participations n'excèdent jamais 0,5 % du capital de la firme cible et 0,4 % de la valeur de leur portefeuille d'actif (données Shareworld 1997-2000). Ce type d'investisseurs a été le premier à apparaître, mais il ne représente plus aujourd'hui que 7 % de la valeur de la capitalisation boursière contre 23 % en 1987 (données SEC 2000).

Le type d'investisseur qui domine aujourd'hui la gestion pour le compte de tiers ne fait face qu'à une obligation de moyens, c'est-à-dire de mise en œuvre de techniques financières de placement en vue d'obtenir un taux de rendement donné. Cette catégorie regroupe les gérants d'OPCVM, dans lesquelles le risque économique de placement est supporté par l'épargnant ultime. Si cette catégorie inclut un nombre élevé d'acteurs, environ 10 000 gestionnaires (Férone, 1997), elle est aussi très concentrée puisque le portefeuille des cinquante premiers investisseurs représente

environ 81 % de l'ensemble des liquidités placées sous cette forme (données SEC et Shareworld 1999).

L'activité de ces gestionnaires est régulée par un système de *benchmarking* qui permet de classer les différents fonds en fonction de leur performance relative, et donc d'éclairer les choix des épargnants dans leur décision de confier à un acteur donné la gestion de leurs liquidités. Ce système se caractérise par :

1) une évaluation de la performance *relative*, opérée par un classement des fonds en fonction du rendement de leurs opérations ;

2) une évaluation à *court terme*, les classements étant réactualisés tous les trois ou six mois. Ce benchmarking exerce une forte pression concurrentielle sur les gestionnaires soumis à une simple obligation de moyens. On observe ainsi que leur portefeuille d'investissements présente un degré de concentration nettement supérieur à la moyenne, reflétant une prise de risque accrue dans leurs comportements de placement financier (Baudru, Lavigne et Morin, 2001).

Les gestionnaires pour le compte de tiers soumis à des obligations de moyens constituent donc les opérateurs dominants du capitalisme institutionnel, et les formes de régulation de leur activité (concurrence de court terme) les incitent à accroître la valeur de leur portefeuille pour offrir à leurs mandants le taux de rentabilité le plus élevé possible. Cette pression à la recherche de rentabilité est de nature à s'exercer auprès des firmes pour qu'elles créent la valeur qui contribuera à accroître le taux de rendement des portefeuilles d'investissement.

### 1.1.2 Les outils de mesure de la création de valeur utilisés par les investisseurs

Si l'origine de la notion de valeur se retrouve dans les travaux de Marshall (1905), avec la notion de revenu résiduel, elle a fait l'objet de développements qui peuvent être imputés pour une grande part aux approches en termes de théorie de l'agence. Les prémices en apparaissent dans les travaux de Fruhan (1979) ou de Rappoport (1985) et ont connu un fort développement après l'approche en termes de cash-flow libre réalisée par Jensen (1986). Le cash-flow libre représente la part du cash-flow qui n'est pas affectée au maintien des installations productives, la question étant alors posée de l'utilisation de cette ressource dégagée par l'activité de l'entreprise. Dans la logique de la théorie de l'agence, cette ressource doit revenir aux acteurs qui portent le risque économique d'entreprise, en l'occurrence les actionnaires, sauf si l'entreprise dispose d'opportunités de croissance offrant un taux de rendement marginal plus élevé que le taux moyen auquel un investisseur pourrait réinvestir les liquidités ainsi dégagées. Cette approche place donc l'investisseur (actionnaire) au centre des phénomènes de ré-allocation financière.

Toutefois, l'application des outils théoriques développés n'apparaît pas des plus aisées, de sorte que les méthodes proposées par les cabinets de conseil (Management Value System, Value Based management) sont apparues comme des alternatives. Celle qui a eu et dispose toujours de la plus grande audience est l'Economic Value Added, Market Value Added, généralement intitulée EVA®, puisqu'elle a fait l'objet d'une marque déposée par le cabinet Stern et Stewart. L'EVA est la valeur actualisée nette d'un projet d'investissement portant sur le capital d'une société cotée (Charlety 2001).

L'introduction de l'EVA comme critère de choix des politiques d'investissement génère un benchmarking entre sociétés présentant des profils de risque similaires. La globalisation des marchés et des investisseurs est ainsi susceptible de produire une homogénéisation des comportements d'entreprise, ou à tout le moins un resserrement des performances financières attendues autour d'une fourchette donnée (Batsch, 2001 ; Morin, 2000).

## 1.2 Les comportements d'investissement des gestionnaires pour le compte de tiers

Les investisseurs pour le compte de tiers gérant sous obligation de moyens ont, comme l'a montré Orléan (1999), une similitude de comportement imputable à l'organisation d'un marché concurrentiel d'attribution des droits de gestion à court terme, combiné à une évaluation de court

terme de leur performance relative (Artus, Debonneuil, 1999). L'existence d'une règle commune ne garantit cependant pas le fait que les investisseurs mènent des politiques semblables indépendamment des caractéristiques économiques des secteurs d'activité et des zones géographiques investis.

Deux caractéristiques apparaissent ici comme particulièrement fortes. La première est relative à la distinction géographique entre zone nationale (du gestionnaire du fonds) et zone externe. Cette distinction, qui pourrait apparaître comme négligeable dans un marché financier globalisé, est encore particulièrement prégnante puisque les gestionnaires américains pour le compte de tiers investissent en moyenne 86 % de la valeur de leur portefeuille sur leur propre marché. Le deuxième trait dominant concerne le potentiel de croissance des secteurs considérés. Sur le marché américain, les investisseurs institutionnels américains ont une politique de placement spécifique selon les secteurs, caractérisée par des taux de détentions du capital élevés et concentrés sur les secteurs qui présentent les plus faibles opportunités de croissance, comme l'agroalimentaire, alors qu'ils sont notablement plus faibles dans les entreprises des secteurs à fortes opportunités de croissance.

Ces différences de comportement peuvent être expliquées par les attentes spécifiques des investisseurs concernant la rémunération de leur placement dans ces deux types de secteur. Si les investisseurs peuvent anticiper une rémunération liée à l'augmentation future du cours de l'action dans le second cas, en relation avec le potentiel de croissance du secteur, une forte participation au capital des entreprises leur permet dans le premier cas, celui de secteurs à faible potentiel, d'exercer une influence assez forte pour s'assurer une rémunération satisfaisante sous forme de dividendes, voire de rachats d'action (Baudru, 2001).

Lorsqu'on analyse la politique de ces mêmes investisseurs sur des zones externes, on ne retrouve pas les caractéristiques que nous avons pu mettre en évidence sur leur propre marché. Ainsi, sur le marché français, leur taux de détention dans les poids lourds de la cote n'excède jamais 1,5 % du capital des firmes cibles. Leurs participations restent liquides, à l'instar de celles des gestionnaires pour le compte de tiers français.

Les opérateurs français suivent, en effet, une politique de placement caractérisée par de faibles taux de détention dans le capital des grands groupes. Cette conclusion est aussi valide pour l'ensemble des pays européens observés, à l'exclusion de la Grande Bretagne où les gestionnaires pour le compte de tiers associés aux institutions financières britanniques ont des taux de détention élevés, à des niveaux toutefois moindres que ceux rencontrés aux USA.

Ces caractéristiques se retrouvent dans les structures actionnariales de 18 groupes agroalimentaires analysées dans le cadre de cette étude. Comme indiqué dans le tableau 1, la présence des investisseurs institutionnels est nettement plus concentrée dans le capital des firmes américaines que dans celui des firmes européennes étudiées. Si le poids moyen des dix premiers investisseurs est comparable dans le capital des sociétés européennes et américaines étudiées, s'élevant respectivement à 37 % et 41 % du capital, la part des investisseurs institutionnels varie de façon nette selon l'origine géographique des firmes: tandis qu'ils ne représentent que 27 % en moyenne du capital détenu par les dix premiers actionnaires des firmes européennes, leur part s'élève à 83 % des dix premières détentions dans les firmes américaines<sup>1</sup>.

On observe donc, sur cet échantillon de 18 groupes, une nette différenciation des structures actionnariales entre firmes américaines et européennes de l'agroalimentaire. Les premières se trouvent dominées par un noyau d'actionnaires institutionnels pouvant exercer une influence significative sur leur management stratégique, tandis que les secondes sont soit contrôlées par un noyau actionnarial non-institutionnel (familial dans le cas de Pernod Ricard, managérial dans celui de LVMH, ou encore constitué d'un réseau d'alliances stables autour du management dans le cas de Danone), soit caractérisées par un actionnariat dispersé où aucun investisseur n'est en mesure d'influer sur les décisions stratégiques de la firme, comme dans le cas de Nestlé.

---

1. En observant la répartition de l'échantillon autour de la valeur médiane de 57 % pour le poids des investisseurs institutionnels, on voit également que seules 2 firmes américaines sur 9 se situent en dessous de cette valeur, contre 7 firmes européennes sur 9.

La question se pose alors de l'impact sur le pilotage stratégique des firmes de structures actionnariales aussi différenciées, qui correspondent de la part des investisseurs institutionnels à des comportements de placement distincts selon l'origine nationale des groupes dans lesquels ils investissent.

Tableau 1 - Poids des investisseurs institutionnels dans les 10 premières détentions du capital des sociétés (données mars 2000).

	Part des 10 premiers investisseurs (%)	Dont investisseurs institutionnels (%)
<b>Firmes européennes</b> (n = 9)		
Unilever NV	16	59
Nestlé	7	57
Tate & Lyle	57	42
Danone	23	31
Pernod Ricard	34	28
LVMH	65	14
Diageo	19	14
Parmalat	57	7
Heineken Holdg.	54	5
<b>Moyenne</b>	<b>37</b>	<b>27</b>
<i>Écart-type</i>	<i>21</i>	<i>20</i>
<b>Firmes américaines</b> (n=9)		
RJR Nabisco	48	100
Sara Lee	22	100
Philip Morris	26	92
Pepsico	21	91
H.J. Heinz	19	91
Kellogs	70	83
Coca Cola	42	70
Dole Food	65	64
Seagram	53	56
<b>Moyenne</b>	<b>41</b>	<b>83</b>
<i>Écart-type</i>	<i>18</i>	<i>15</i>
Valeur médiane	42	57

Source : données Shareworld.

### 1.3 Actionnariat institutionnel et choix stratégiques d'allocation des ressources financières

L'affectation des liquidités issues de l'activité des firmes est au cœur des mécanismes de *shareholder value*, mais elle conditionne également les décisions relatives à la stratégie concurrentielle de la firme car elle met en jeu les capacités de mobilisation de liquidités pour les opérations de croissance. Comment se déterminent les choix d'allocation des ressources financières au sein des grandes firmes de l'agroalimentaire ?

On essaiera ici d'observer si les comportements des firmes en matière d'utilisation des richesses créées diffèrent en fonction du poids des investisseurs institutionnels parmi leurs premiers actionnaires.

En scindant les entreprises selon le critère de concentration de la détention de titres par les investisseurs institutionnels, ce qui équivaut à distinguer les sociétés agroalimentaires selon leur origine américaine ou européenne (voir tableau 1), nous avons calculé pour deux groupes d'entreprise le taux d'utilisation du cash-flow dans des opérations de transfert de liquidité vers les

actionnaires, sous forme de distribution de dividendes ou de rachat d'actions (relution), sur la période 1996-2000. Les résultats obtenus sont présentés dans le tableau suivant :

*Tableau 2 - Dividendes et rachats d'actions en % du cash-flow dans un échantillon de FMN-A, 1996-2000.*

	Groupes européens <sup>(a)</sup> (n=11)	Groupes américains <sup>(b)</sup> (n=8)	Ensemble des groupes (n=19)
1996	26,6%	101,7%	48,8%
1997	28,1%	67,0%	42,1%
1998	32,6%	116%	54,9%
1999	47,1%	93,1%	59,0%
2000	33,3%	68,1%	46,2%
<b>Moyenne</b>	<b>33,5%</b>	<b>89,2%</b>	<b>56,4%</b>
<b>écart-type<sup>2</sup></b>	<b>8,1%</b>	<b>21,4%</b>	<b>11,4%</b>

*Source : comptes consolidés - rapports annuels.*

On voit que la présence concentrée des investisseurs est associée à un taux de distribution extrêmement élevé par les firmes américaines de l'échantillon. Les investisseurs semblent ainsi utiliser les capacités d'influence liées à leur poids en tant qu'actionnaires pour exiger des remontées significatives de cash-flow, sachant que les faibles perspectives de croissance du secteur ne leur permettent pas d'espérer une forte croissance des valorisations boursières. Du point de vue de la stratégie de développement de l'entreprise, un taux moyen de 89 % du cash-flow brut redistribué aux actionnaires induit des conséquences particulièrement préoccupantes. En moyenne, 11 % seulement du cash-flow brut reste disponible pour le maintien des actifs productifs (investissement de renouvellement) et les investissements de croissance.

L'analyse de la politique d'investissement des firmes de l'agroalimentaire soumises à cette pression montre que le montant du cash-flow disponible est insuffisant pour les seuls investissements de maintien, si l'on suppose que ceux-ci correspondent aux acquisitions d'éléments d'actifs réalisés sur la période. L'équilibre n'est atteint que si l'on prend en compte les programmes de cession d'équipement engagés. De façon générale, on observe dans les groupes pratiquant ces taux de distribution une élévation moyenne du taux d'endettement, alors même que le chiffre d'affaires consolidé du groupe est relativement stable et que l'actif immobilisé est parfaitement stable. Le recours accru à l'endettement signifie que la politique de distribution ne s'effectue pas après les opérations d'investissement (de maintien ou de croissance) mais se situe en concurrence directe avec celles-ci, voire se substitue à elles. Les entretiens conduits auprès d'analystes financiers confirment cette analyse, en montrant que les firmes agroalimentaires américaines ont négligé d'investir dans le renouvellement de leur base de croissance :

*« Dans certains cas, les firmes américaines ont été poussées à se focaliser sur la réalisation d'objectifs de court terme et non de long terme (...) Elles ont augmenté leurs résultats sans accroître leurs chiffres d'affaires, en sacrifiant le long terme pour accroître les marges. Elles se réveillent maintenant et réalisent qu'elles sont coincées sur leur marché. » (Analyste A.)*

*« Aux US, les valeurs agro qui n'ont pas investi en marketing et R&D ont une croissance en volume de zéro. Elles ont triché, fait de fausses innovations. Le consommateur a stabilisé son niveau de consommation (...) En Europe, en agro, on a des rythmes superbes d'augmentation... on est en haut du cycle (...) Les leaders ont gagné avec des nouveaux produits, comme Actimel chez Danone. » (Analyste B.)*

2. Le taux de dispersion associé à chacune de ces valeurs (écart type/moyenne) est comparable. Il se situe approximativement à (0,24), et mesure donc une dispersion relativement forte autour des valeurs centrales observées, mais qui reste nettement inférieure à l'écart de (0.56) entre valeurs moyennes.

Une telle politique d'extraction des liquidités, voire d'endettement dans le seul but de financer le maintien des actifs productifs, comme chez Coca Cola ou Kellogs, a des conséquences sur les politiques de croissance externe que peuvent mener les firmes. La seule voie qui leur reste ouverte est celle de l'OPE, dans la mesure où l'entreprise ne peut recourir ni au cash (puisqu'il est distribué) ni à l'endettement (puisqu'il est en partie utilisé pour le maintien des activités productives). Or le financement par échange de titres n'est envisageable que si les investisseurs pensent obtenir à terme une amélioration globale de l'efficacité économique de la reconfiguration du groupe. Dès lors la stratégie de croissance de l'entreprise sur ses marchés se trouve fortement dépendante de sa relation aux marchés financiers.

Qu'en est-il dans le second cas de figure, celui où les investisseurs, tout en étant présents dans le capital des sociétés, y sont moins concentrés et rencontrent parfois des investisseurs en fonds propres, dont les objectifs ne sont pas similaires (Baudru et Kechidi, 1998 ; Morin 1999) ? Dans ce contexte, la capacité de pression des investisseurs à la remontée de cash via les mécanismes de relution et de distribution de dividendes semble bien moindre. Le taux de distribution globalement situé autour de 33% dans les firmes européennes n'implique pas les conséquences en matière de politique de croissance que nous avons pu observer en ce qui concerne les sociétés américaines. La capacité d'influence des gestionnaires pour le compte de tiers sur les choix d'allocation financière réalisés par les groupes paraît plus réduite.

## 2. L'interaction entre stratégie des firmes et marchés financiers

Au vu des caractéristiques d'utilisation du cash-flow qui distinguent les firmes européennes et américaines de notre échantillon, l'influence des marchés financiers apparaît comme particulièrement forte dans le cas où les investisseurs institutionnels occupent des positions d'actionnaires dominants. L'évolution récente des stratégies mises en œuvre par les firmes étudiées nous amène toutefois à nuancer cette conclusion. Après avoir analysé cette évolution (2.1), nous nous attacherons à distinguer ses causes en montrant qu'elles se trouvent globalement associées, de façon directe ou indirecte, aux choix de stratégie concurrentielle adoptés par ces entreprises (2.2).

### 2.1 Revirements stratégiques et autonomie des FMN-A vis-à-vis des marchés

On observe Outre-Atlantique une amorce de revirement stratégique chez Coca Cola et Kellog's, deux firmes pionnières dans l'utilisation des outils de mesure de la valeur de type EVA et dans la mise en œuvre de politiques de remontée de cash-flow vers les investisseurs. Ces deux multinationales ont réduit en 1999 et 2000 la part de cash-flow mobilisée en direction des actionnaires, ceci pour investir dans de nouveaux relais de croissance situés dans les activités d'embouteillage pour Coca Cola, dans de nouveaux produits à base de céréales pour Kellog's. La capacité de ces firmes à infléchir leur stratégie d'allocation de ressources nous semble révélatrice de la persistance d'une capacité de décision stratégique de la part de la firme. Certes Warren Buffet, actionnaire dominant de Coca Cola, peut opposer son refus à une opération stratégique mobilisant les ressources en fonds propres de la firme, comme ce fut le cas lors du projet de rachat de Quaker Oats par la firme d'Atlanta, mais les capacités de négociation et d'influence des dirigeants dans la définition des orientations stratégiques de croissance et l'utilisation du cash-flow restent non négligeables.

L'observation du tableau 2 révèle également, chez les firmes européennes, une légère tendance à l'augmentation de la part du cash-flow mobilisée en direction de l'actionnariat, qui ne peut s'interpréter comme résultant de la pression d'actionnaires dominants. Les firmes-phares de l'oligopole agroalimentaire européen, telles que Danone, Nestlé, LVMH, ou Unilever, ont pourtant bien modifié leur comportement vis-à-vis des marchés financiers dans les années récentes. Danone réalise des opérations de rachat d'actions en 1999, 2000 et 2001, dont l'objectif affiché est d'améliorer le bénéfice par action. Avec 2,1 milliards d'euros déboursés depuis juillet 1998 - ce qui en fait l'un des programmes les plus significatifs engagés à ce jour par une société du CAC 40 - le groupe Danone a restitué à ses actionnaires un montant proche des ressources engagées par les différentes opérations de cession réalisées dans le cadre du recentrage de ses activités (emballage et épicerie). Si son taux de distribution de dividendes est resté stable autour de 36 % depuis 1996, le dividende par action a augmenté au cours des dernières années.

Nestlé réalise sa première opération de rachat d'actions en 1999. La firme suisse fait ensuite croître sa distribution de dividendes de 27 % en 2000 pour atteindre un taux de distribution de 37 %, tandis que son bénéfice par action ne progresse que de 22 % cette même année. D'après le directeur financier du groupe, l'inflexion observée en 2000 s'inscrit en réponse aux attentes des marchés financiers et vise à aligner les pratiques de la firme sur celles de ces principaux concurrents<sup>3</sup>. On observe également des opérations de rachat d'action ainsi qu'une augmentation du dividende par action chez le groupe LVMH, en 2001. Unilever, après avoir vendu sa branche chimie lourde à IC Industries en 1997, a récemment puisé dans son trésor de guerre pour distribuer un dividende exceptionnel dans le but d'améliorer le retour de valeur vers l'actionnaire.

Si ces tendances se confirment, on pourrait observer une convergence entre les pratiques des entreprises américaines qui, après avoir cédé à une forte pression de remontée de la valeur vers l'actionnaire, se réorientent vers une politique d'investissement plus active, et celles des entreprises européennes qui s'engagent au contraire dans ce que l'on peut appeler une " financiarisation " de leur stratégie, traduisant un poids accru de l'actionnaire et des principes de *shareholder value* dans le pilotage stratégique de la firme. Pourquoi des firmes comme Nestlé, LVMH, ou Danone suivraient-elles cette voie, alors même qu'aucun investisseur institutionnel ne détient une part significative de leur capital ? Si Danone doit craindre le risque d'OPA, qui motive le maintien d'un cours boursier élevé, il n'en est rien pour Nestlé ou LVMH.

## 2.2 La stratégie concurrentielle comme moteur de financiarisation des FMN-A

Les moteurs de la financiarisation des stratégies des FMN-A européennes ne sont pas externes, ou liés à la présence d'actionnaires institutionnels dominant dans leur capital. Ils se situent, en effet, dans les choix de stratégie concurrentielle opérés par ces firmes. Les grandes FMN-A telles que Nestlé, Unilever, Danone ou LVMH poursuivent aujourd'hui des stratégies de globalisation axées sur la recherche d'un leadership mondial dans leurs segments d'activité. Comme nous allons le voir, elles se rapprochent alors des marchés financiers pour obtenir les ressources nécessaires à la mise en œuvre de ces stratégies, qu'il s'agisse du financement des opérations de croissance externe ou du recrutement de cadres de haut niveau aptes à piloter la stratégie de globalisation.

### 2.2.1 Le financement des opérations de croissance externe

Les années 1990 ont vu un remarquable développement des opérations de croissance externe et de fusion-absorption, dont le paiement s'est effectué essentiellement par la voie de l'offre publique d'échange (OPE). Dans nombres de secteurs, et tout particulièrement dans l'agroalimentaire, ce type d'opérations s'inscrit dans un phénomène de globalisation des marchés et de forte concentration de la concurrence. Lorsque les critères de rentabilité et de taille critique se définissent au niveau mondial, ou du moins macro-régional, l'alternative à laquelle sont confrontées les grandes firmes est simple : croître, ou être absorbé. Dans un contexte boursier favorable, l'accélération des mouvements de fusion-acquisition au cours de la dernière décennie s'est accompagnée d'une forte augmentation des montants en jeu dans ces opérations. Dès lors, les sommes à déboursier pour l'achat de nouvelles cibles dépassent souvent les capacités d'autofinancement ou d'endettement des entreprises.

Dans cette perspective, pourquoi Nestlé augmente-t-il son taux de distribution de dividendes en 2000 ? « *Pour préserver la force financière de l'entreprise, et sa capacité à conclure d'importantes transactions telles que l'acquisition de Ralston Purina.* »<sup>4</sup> La satisfaction de l'actionnaire via la distribution de dividendes a ici pour objectif de soutenir le cours boursier de l'entreprise, parce que l'action constitue souvent le mode de financement utilisé dans le cadre des opérations de croissance externe. Dans ce cas de figure, l'influence du marché n'apparaît que parce que l'entreprise décide de s'y soumettre en vue de mettre en œuvre sa propre stratégie de croissance.

3. Présentation des résultats 2000 aux actionnaires et analystes financiers, février 2001, Vevey, retranscrite sur le site de Nestlé (<http://www.nestle.com>).

4. Présentation des résultats 2000 aux actionnaires et analystes financiers, février 2001, Vevey, retranscrite sur le site de Nestlé (<http://www.nestle.com>). La transaction évoquée porte sur le rachat de la branche *petfood* de Ralston en 2001 aux États-Unis.

La tentative avortée de rachat par Danone de l'américain Quaker Oats en novembre 2000 s'inscrit dans une même logique. Suite à l'annonce de son intention d'achat, l'action de Danone chute de 10,5 % en une seule séance, réduisant d'autant la capacité de l'entreprise à financer l'opération et l'amenant à renoncer à cette opportunité de développement aux États-Unis. L'échec de l'entreprise illustre une autre forme de pression dont disposent les investisseurs, à savoir l'exit, ou la vente de l'action. Chez Danone comme chez Neslé, la présence des investisseurs institutionnels n'a ainsi pas besoin d'être concentrée pour que s'exerce leur influence. Cette dernière intervient dès lors que l'entreprise recourt au marché pour financer son activité, et notamment sa croissance externe.

L'utilisation privilégiée de la croissance externe dans les stratégies de globalisation des FMN-A, ainsi que le financement par OPE de ces opérations, accroissent donc l'influence des marchés sur les comportements des grandes firmes. Si la définition des grands axes de la stratégie relève toujours du management du groupe, les opérations ponctuelles par lesquelles cette stratégie est mise en œuvre sont, elles, soumises à l'approbation du marché, générant, à une échelle plus large, de nouvelles formes d'interdépendance entre les sphères productive et financière de l'économie.

Si la souveraineté du marché financier est en quelque sorte indirecte, elle n'en est pas moins pesante, car pour convaincre les marchés, il faut que la firme initiatrice d'une opération d'acquisition ait montré sa capacité à augmenter son efficacité dans les segments d'activité qu'elle gère aujourd'hui. Il faut donc qu'elle soit située dans la partie haute des benchmarks sectoriels. Indirectement, l'entreprise initiatrice est conduite à mettre en œuvre, dans les activités qu'elle gère actuellement, les techniques qui permettent de créer de la valeur, soit par le jeu de mécanismes financiers comme le levier de l'endettement, soit par l'amélioration de la rentabilité économique, jouant alors sur les modes de gestion des activités productives et des emplois.

### 2.2.2 L'intensification de la communication financière

Le poids des marchés financiers dans le financement des stratégies de globalisation implique pour les grands groupes agroalimentaires européens de répondre à leurs attentes en matière de communication financière. Le développement du métier d'analyste a contribué à une forte accentuation de ces attentes. Les firmes doivent être transparentes, expliquer leur politique et leurs choix stratégiques et préciser leurs objectifs financiers en référence à ceux de leurs concurrents. L'intensification des interactions entre cadres dirigeants et analystes financiers constitue alors un passage obligé de la stratégie de croissance des groupes, qui contribue elle-même à renforcer la prégnance des principes de *shareholder value* dans le pilotage stratégique de ces firmes.

Le lieu traditionnel de cette communication est le *road show* où, devant un parterre d'analystes, la direction présente ses objectifs et ses résultats. Elle est complétée par une deuxième forme de communication directe, le one-to-one (Morin, 1998 et 1999). Il s'agit d'une réunion directe entre équipes d'analystes et dirigeants au cours de laquelle différents points relatifs aux stratégies et objectifs financiers sont abordés (Morin, 1998). Le développement de ce type d'approche montre que les investisseurs recherchent une information précise, personnalisée et cohérente, dont l'objet est l'évaluation du potentiel de l'entreprise. Si la réunion one to one est le lieu privilégié d'échanges entre investisseurs et dirigeants, elle constitue également une opportunité d'influencer le pilotage stratégique des firmes en confrontant régulièrement leurs décideurs aux cadres de références et critères de performance utilisés par les investisseurs.

Nestlé comme Danone ont ainsi investi de façon significative dans la communication financière auprès de la communauté des investisseurs, par le biais d'une publication trimestrielle des résultats, de l'adoption en interne d'un système de reporting adéquat, de conférences régulières avec les analystes, notamment à Londres et New York, ainsi que de rencontres *one-to-one*. Les dirigeants de ces firmes, autrefois distants et difficilement joignables, sont aujourd'hui engagés dans un dialogue régulier avec les analystes au travers de rencontres pluriannuelles. De façon répétée, les dirigeants se trouvent exposés aux cadres de référence et critères de performance

utilisés par les investisseurs, et doivent analyser et justifier leur stratégie selon le point de vue des marchés financiers. L'influence des marchés s'exerce ainsi non seulement à travers les opinions que formuleront les analystes à l'issue des réunions, mais aussi par l'imprégnation des principes de *shareholder value* dans les cadres cognitifs des dirigeants, leur représentation de leur firme et de sa performance.

### 2.2.3 L'internationalisation des cadres dirigeants

La mise en œuvre des stratégies de globalisation des grands groupes agroalimentaires implique le recrutement de cadres de haut niveau aptes à évoluer dans un contexte international. On observe notamment une intégration, dans les équipes dirigeantes, de cadres anglo-saxons qui contribuent à implanter dans les firmes européennes les pratiques de gouvernance qu'ils connaissent et qui satisfont aux exigences des fonds investisseurs. Parmi les huit membres du comité exécutif de Danone, quatre proviennent ainsi d'entreprises anglo-saxonnes rompues aux exigences de la *shareholder value* : Procter & Gamble (DG de la branche produits laitiers frais), Pepsico (DG de la branche eaux), et Kellogg's (DG de la branche biscuit), en ce qui concerne les trois grands métiers du groupe, ainsi que Sara Lee (DG Asie-Pacifique). Seuls les responsables fonctionnels (finance, ressources humaines, vice-présidence) sont des "cadres maison", entrés dans le comité exécutif à l'issue d'un parcours interne. L'internationalisation et l'ouverture du marché du travail des cadres dirigeants rendent ainsi plus perméables aux discours de la *shareholder value* des groupes qui sont pourtant insérés dans des systèmes de relations financières encore relativement peu marqués par l'institutionnalisation de la détention des titres.

Nestlé continue à privilégier le recrutement interne dans la composition de son comité de direction (huit personnes), bien que deux américains ayant réalisé l'essentiel de leur carrière aux États-Unis aient pris en 1999 et 2000 d'importantes responsabilités opérationnelles au sein du groupe. Si les comités de direction et d'administration d'autres FMN-A européennes restent dominés par les personnalités de leur pays d'origine, ou par des dirigeants provenant d'horizons européens, les jeunes cadres mobiles qui sont intégrés au niveau des filiales holdings comprenant les fonctions expertes transversales des entreprises sont de plus en plus, et en grande majorité, recrutés sur une base internationale. Ces "layouts" forment le nouveau groupe d'élite internationale du monde des affaires. Polyglottes, issus des meilleures écoles de gestion et de finance, ils sont mobilisables et mobilisés aux quatre coins du monde, suivant les besoins et les exigences de la multinationale. Par exemple, Nestlé attend de ses cadres nouvellement recrutés qu'ils participent à un système de rotation de deux ans dans diverses filiales réparties à travers le monde, pour mieux s'imprégner de la culture et se former à la gestion globale de l'entreprise. On notera que cette exigence réduit fortement les candidatures féminines aux postes de responsabilité au sein du groupe, confrontant sa direction à un problème d'égalité professionnelle dans la gestion des cadres de haut niveau.

### 2.2.4 La distribution de stock-options

Le développement par les FMN-A d'une capacité d'encadrement international s'appuie sur la distribution de stock-options, qui permet aux firmes européennes non seulement de renforcer leur attractivité vis-à-vis des cadres anglo-saxons, mais aussi de retenir les meilleurs éléments d'encadrement issus de leur pays d'origine, en alignant leurs modes de rémunération sur ceux des firmes concurrentes américaines<sup>5</sup>. Si la logique concurrentielle de globalisation semble avoir largement motivé l'adoption, par les firmes européennes, de pratiques de distribution de stock options, ces dernières n'en contribuent pas moins à renforcer le poids des principes de *shareholder value* dans la conduite des grands groupes.

---

5. Dans le contexte français, le recours aux pratiques de distribution de stock-options constitue un moyen incontournable pour attirer et retenir les cadres internationaux de haut niveau. Les stock-options permettent, en effet, de compenser le désavantage fiscal français. L'obligation prochaine de publication en France des politiques de distribution de stock-options devrait permettre de mesurer pleinement l'ampleur de ce phénomène.

En liant la rémunération des dirigeants à des objectifs de cours futurs, les stocks options constituent un mécanisme très efficace d'alignement des intérêts des actionnaires et des cadres dirigeants. Cette convergence d'intérêt internalise, au sein de l'entreprise, les objectifs des actionnaires sans que ces derniers aient à peser directement sur les directions, puisque les dirigeants ont le même objectif. Dès lors qu'une part substantielle de la rémunération des cadres de haut niveau prend la forme de stock options, le cours de l'action revêt une importance significative pour ces derniers. « *Tous les dirigeants sont piégés, ils ont un intérêt direct dans le cours de l'action* » souligne ce patron de filiale d'une FMN-A européenne. « *Je distribue des stocks options à tout mon comité de direction.* » L'étude de Montagne et Sauviat (2001) auprès de dix grands groupes français appartenant à différents secteurs atteste de cette évolution : « *L'attribution de programmes de stock options et de bonus liés aux performances individuelles et collectives prend désormais un caractère quasi systématique pour ces catégories professionnelles (cadres dirigeants).* » (p. 88)

Le développement de mécanismes de rémunération ou d'évaluation de performance sur la base de critères liés à des objectifs en termes d'EVA est une autre illustration de ce phénomène. Parmi les FMN-A, depuis plus d'une dizaine d'années déjà les grands groupes européens de tradition de gestion anglo-saxonne tels qu'Unilever, Cadbury Schweppes, Diageo, ou Grand Metropolitan, ont adopté ce type de politique. Leur mise en place est plus récente dans les autres FMN-A européennes telles que Danone, qui utilise un indicateur de création de valeur proche de l'EVA pour l'attribution de bonus et l'évaluation des performances de ses cadres, et LVMH, où l'évaluation des cadres dirigeants prend en compte des indicateurs de cash-flow, de retour sur capitaux investis, et de croissance du résultat opérationnel.

L'engagement des FMN-A européennes dans une financiarisation de leur stratégie ne s'explique donc pas par la présence d'actionnaires institutionnels dominants au sein de leur capital, mais par le type de stratégie que ces firmes ont choisi de mettre en œuvre compte tenu des dynamiques concurrentielles qui s'exercent aujourd'hui dans leurs secteurs d'activité. Le recentrage des firmes leaders sur quelques segments d'activité considérés comme stratégiques s'opère par un redéploiement de leur portefeuille d'activité et un recours privilégié à la croissance externe sur les marchés internationaux. Du fait des montants engagés, les firmes utilisent fréquemment l'échange d'actions comme mode de financement de ces opérations, et se soumettent par ce choix à l'influence des marchés financiers. Selon une logique comparable, le choix de recruter des cadres internationaux pour piloter les stratégies de globalisation amène d'une part une diffusion de normes culturelles favorables à la shareholder value, d'autre part une utilisation des stock-options qui tend à aligner le comportement des cadres dirigeants sur celui des actionnaires. Enfin, l'intensification de la communication financière participe de la diffusion des normes et valeurs associées à la shareholder value au sein des équipes dirigeantes des FMN-A européennes.

## Conclusion - Globalisation et financiarisation des stratégies des FMN-A

Au cours de cette communication, nous avons souligné l'émergence d'un nouveau groupe d'acteurs sur la scène financière internationale, celui des gestionnaires pour le compte de tiers, et l'intensité de leurs attentes vis-à-vis des entreprises en matière de création de valeur pour l'actionnaire. L'analyse des comportements d'investissement de ces gestionnaires a révélé de fortes spécificités selon la zone géographique considérée, avec une nette préférence nationale des investisseurs américains, et selon les secteurs d'activité : dans leur zone nationale, les gestionnaires américains ont des participations nettement plus concentrées dans les secteurs matures, tels que l'agroalimentaire, que dans les secteurs à fort potentiel de croissance tels que les nouvelles technologies. Ces caractéristiques se retrouvent dans les structures actionnariales des groupes agroalimentaires étudiés, où l'on observe une présence des investisseurs institutionnels parmi les dix premiers actionnaires des firmes américaines de loin supérieure à celle qui caractérise les dix premières participations au capital des firmes européennes.

L'influence des marchés, et donc l'impact de ces structures actionnariales différenciées, sur les stratégies des firmes ont été appréhendés au niveau des choix d'allocation des ressources financières d'un échantillon de FMN-A. Cette approche révèle des comportements clairement différenciés dans l'utilisation des cash-flow selon l'origine géographique et, par extension, la structure actionnariale des groupes considérés. Les firmes américaines, caractérisées par l'existence d'actionnaires institutionnels dominants, affectent une part significativement supérieure de la richesse créée à la rémunération de l'actionnaire, en comparaison avec les firmes européennes dont le capital est soit dispersé, soit contrôlé par des actionnaires familiaux ou par des investisseurs alliés du management en place. Cette forte politique de remontée de valeur vers l'actionnaire a conduit les firmes américaines à compromettre leur potentiel de croissance, motivant un infléchissement récent de la stratégie de certaines d'entre-elles avec une ré-orientation de l'utilisation du cash-flow vers de nouveaux investissements.

L'histoire récente des relations entre marchés financiers et firmes américaines est particulièrement intéressante, et préoccupante, au regard de l'évolution observable dans les stratégies des firmes européennes, dont les plus importantes se sont engagées dans une financiarisation de leur stratégie au cours des dernières années. Nous avons montré que cette récente financiarisation n'est pas imputable à un actionnariat institutionnel concentré, mais résulte des stratégies concurrentielles de globalisation que ces firmes ont adopté pour préserver leur indépendance dans un contexte d'industrie mondialisée. La dépendance des firmes aux marchés financiers, et leur soumission aux principes de *shareholder value*, résultent ici des modes de financement utilisés dans les opérations de croissance externe, des modalités de recrutement, d'évaluation et de rémunération des cadres internationaux, ainsi que d'interactions plus poussées entre la firme et les marchés.

Les FMN-A européennes se trouvent ainsi confrontées à un enjeu essentiel : comment poursuivre dans la voie qu'elles ont choisie, celle d'une interaction plus étroite avec les marchés financiers et d'une meilleure réponse de leurs attentes, sans sacrifier leur base de croissance et de compétitivité à moyen terme ? Comment ne pas reproduire les erreurs des firmes américaines ? Les marges de manœuvre envisageables sont certes réduites, à en juger par les propos de ce dirigeant français : « *Rien n'arrêtera la diffusion du modèle américain. Ce mouvement est irréversible.* » Notre étude met pourtant en lumière la complexité des interactions développées entre marchés financiers et entreprises, entre analystes et cadres dirigeants. Chacun de ces acteurs possède bel et bien un intérêt dans la performance à long terme et les "fondamentaux" de l'entreprise, et dans la performance à court terme lié à l'évolution des cours boursiers, de sorte que la puissance des investisseurs institutionnels sur les marchés n'exclut pas des évolutions et revirements stratégiques de la part des entreprises.

Les dirigeants rencontrés nous ont ainsi fait part, de façon plus ou moins explicite, de leur malaise face aux contradictions qu'engendre la difficile articulation entre, d'une part, la logique financière axée sur la rentabilité à court terme et le maintien du cours boursier et, d'autre part, la logique de croissance à long terme qui permet de concilier, avec plus ou moins de succès, performance concurrentielle et cohésion sociale. Ces propos de l'un d'entre eux l'illustrent bien : « *Un dirigeant français (...) a la capacité ou le handicap de se poser des questions que ne se pose pas un anglo-saxon. Pour eux, la création de valeur actionnariale est un objectif évident (...). Il y a un vrai problème d'adéquation entre la holding qui fonctionne sur le court terme, avec des cadres de même profil que les analystes financiers, et la base de l'entreprise, qui fonctionne sur le long terme.* »

Quelles que soient les orientations futures des stratégies des FMN-A européennes et américaines, on observe donc aujourd'hui l'émergence d'une firme globale, résolue pour survivre à construire un leadership durable sur des segments d'activité mondiaux, et financiarisée, autrement dit orientée de façon forte vers la rentabilité des capitaux investis et le retour de valeur pour l'actionnaire. Quel impact ont sur l'emploi ces mutations dans les logiques d'action des firmes géantes de l'agroalimentaire ? Quel modèle d'organisation et de GRH est adopté pour accompagner ces évolutions ? La communication suivante développe cet axe d'analyse complémentaire.