

***Droits de vote et citoyenneté dans
l'entreprise ouverte :***

Une proposition

**Institut sur la gouvernance des
organisations publiques et privées**

Document de politique #2

**Préparé par :
Yvan Allaire, Ph.D., MSRC
Président du conseil**

**Cette politique a reçu l'approbation du conseil
d'administration de l'Institut*.**

*M. Pierre Bernier, vice-président exécutif de l'Autorité des marchés financiers du Québec et administrateur de l'Institut, s'est abstenu en raison du rôle réglementaire de l'Autorité.

Novembre 2006

Introduction

En cette ère d'investisseurs à *court terme*, de spéculateurs au jour le jour et de fonds de couverture, il devient discutable d'accorder à ces investisseurs de passage les pleins droits de « **citoyenneté d'entreprise** », y compris le droit de vote, dès l'acquisition d'actions.

L'équivalent démocratique de cette pratique consisterait à donner le droit de vote à quiconque se trouve au pays un jour d'élection (touristes, gens en voyage d'affaires, etc.). Toute démocratie impose un délai minimal avant qu'un nouvel arrivant puisse acquérir les pleins droits de citoyenneté, tout particulièrement le droit de voter.

Alors qu'en 1960, la période de détention moyenne des actions était de sept ans aux Etats-Unis, elle n'était plus que deux ans en 1992 (Porter, 1992). On estime que cette période moyenne a maintenant rétréci à **sept mois et demi** pour les titres en bourse de New York (Odland, 2006). L'on observe une tendance semblable au Canada, où le volume des opérations du TSX augmente de 10 % par année depuis 10 ans, et où quelque 200 fonds de couverture gèrent des actifs de plus de 50 milliards de dollars.

Bien qu'une telle pratique soit inhabituelle dans le contexte nord-américain, nous proposons ici qu'une période de détention minimale soit exigée avant qu'un actionnaire ne puisse acquérir les pleins droits de « citoyenneté d'entreprise », incluant tout particulièrement le droit de vote.

L'argumentaire

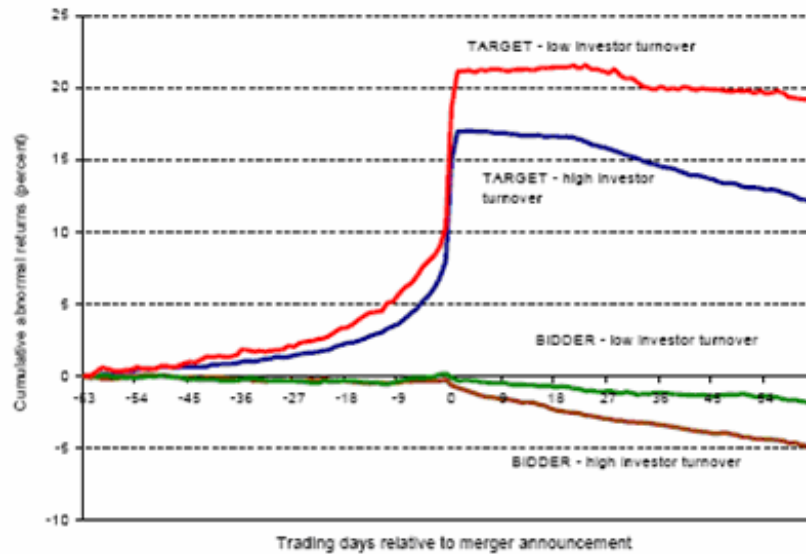
La récente saga entourant les prises de contrôle de Falconbridge et Inco a jeté un éclairage crû sur le pouvoir de fonds de couverture lesquels, depuis le Connecticut, peuvent façonner la structure industrielle d'un pays et réaliser au passage d'énormes profits. Selon certaines estimations, les fonds de couverture représenteraient à eux seuls entre 30 % (Moyer, 2006) et 50 % (Campos, 2005) des opérations menées sur le parquet des bourses de New York et de Londres, ce qui est une donnée étonnante par son ampleur.

De plus, il semble qu'au moyen de techniques faisant appel à des produits dérivés et autres stratagèmes, les fonds de couverture et autres types d'investisseurs aguerris, arrivent à *acquérir des droits de vote dans des entreprises en évitant d'assumer une bonne partie du risque économique*, une pratique appelée « **vote vide** » (empty voting). (Martin and Portnoy, 2004; Hu and Black, 2006). Ces stratégies, dont la fréquence d'utilisation est inconnue et pratiquement impossible à déterminer, ont pour effet que les fonds de couverture, par exemple, peuvent jouer un rôle décisif dans des prises de contrôle et manœuvrer de manière à tirer des profits faramineux de telles opérations sans courir les pleins risques de ces opérations, et cela au détriment - en tout cas potentiellement - de l'intérêt à long terme des autres actionnaires.

La pratique consistant à accorder à un actionnaire tous les privilèges de la citoyenneté d'entreprise dès l'acquisition d'un titre a donc deux effets pervers, ou tout au moins deux effets discutables.

1. Cette pratique accorde une influence et un pouvoir indus à des actionnaires de passage déterminés à créer une valeur à court terme pour leur seul profit et à n'importe quel prix et, plus particulièrement, à profiter d'une position à court terme dans une entreprise pour influencer l'issue d'une prise de contrôle ou pour provoquer celle-ci. En présence d'un nombre suffisant d'actionnaires de passage, la prise de contrôle pourra se conclure à des conditions moins favorables pour les actionnaires de la société visée. Voilà du moins une des conclusions d'une récente étude sur les prises de contrôle menée par Gaspar, Massa et Matos (2005). Ces chercheurs estiment en effet que les investisseurs de court terme dans une société visée par une prise de contrôle « *augmentent la probabilité de la prise de contrôle et en réduisent le prix. Parallèlement, les actionnaires de court terme de l'entreprise menant l'opération de prise de contrôle donnent à la direction plus de marge de manœuvre pour mener à bien des acquisitions. Ainsi, non seulement les actionnaires à long terme défendent-ils la direction contre des prises de contrôle (en exigeant un prix supérieur) mais également ils préviennent la surenchère et les acquisitions qui sont destructrices de valeur.* » (traduction, p.163). Le graphique 2 ci-après tiré de leur étude résume leurs conclusions empiriques. Il démontre qu'en moyenne, les actionnaires de sociétés visées par une prise de contrôle reçoivent une valeur

moindre, et que les actionnaires de sociétés visant la prise de contrôle ont perdu plus de valeur, lorsque les actionnaires de passage sont nombreux parmi les actionnaires des sociétés concernées.



- La présence d'actionnaires « transitoires » a également pour effet de pousser les gestionnaires à prendre des décisions dans une optique à court terme, sous la pression des attentes de tels actionnaires. Par exemple, une étude de Brian Bushee a conclu qu'un niveau élevé d'actions détenues par des actionnaires dits transitoires mène les entreprises à accorder une importance démesurée à leurs attentes quant aux bénéfices trimestriels. Cette conclusion confirme les inquiétudes de nombreux dirigeants d'entreprises à l'égard des effets pervers d'un actionnariat dominé par des investisseurs ne s'intéressant qu'aux résultats immédiats. (Bushee, 2004).

Dans le cadre d'une autre étude, Graham, Harvey, et Rajgopal (2005) ont mené un sondage auprès de quelque 400 cadres, chefs de la direction financière, aux États-Unis. Ils ont constaté que ces cadres étaient prêts à sacrifier des projets ayant une valeur actualisée positive pour satisfaire aux attentes des actionnaires quant au bénéfice trimestriel. Les auteurs concluent :

« En définitive, les résultats obtenus sont inquiétants, car la majorité des chefs de la direction financière admettent qu'ils sacrifient la valeur économique à long

terme de l'entreprise pour combler les attentes de bénéficiaires à court terme ou pour éviter de trop grandes fluctuations du bénéfice trimestriel». (p.36)

Reconnaître à sa juste valeur la loyauté des actionnaires fidèles

Ne devrions-nous pas reconnaître qu'il existe **différentes catégories d'actionnaires**, ne serait-ce qu'en ce qui a trait à la durée de la détention de leurs actions? Par exemple, ne devrions-nous pas établir une distinction entre les types d'actionnaires suivants?

<u>Catégorie</u>	<u>Actionnaires depuis :</u>
I	Moins d'un an
II	Plus d'un an mais moins de cinq ans
III	Plus de cinq ans

À mesure que les marchés financiers sont dominés par de nouveaux types d'« actionnaires » aux stratégies « innovatrices » et aux tactiques qui ne sont pas nécessairement avantageuses, pour les autres actionnaires, peut-être devrait-on accorder des droits distincts aux actionnaires à long terme.

D'ailleurs, des sociétés françaises offrent déjà des dividendes accrus d'une « prime de fidélité » (+ 10 % en général) aux actionnaires qui conservent leurs actions pendant plus de deux ans. Les actionnaires français bénéficient en outre d'une réduction du taux d'imposition des gains en capital lequel varie en fonction de la durée de leur investissement en actions de l'entreprise (le plus faible taux est atteint après une période de détention de sept ans). Dans certains cas, des droits de vote distincts sont même rattachés aux diverses catégories d'actionnaires.

Si la quête d'un marché libre pour le contrôle des entreprises comme s'il s'agissait de denrées, de métaux ou d'actifs immobiliers commerciaux constitue un objectif pour certains intervenants sur les marchés financiers, la poursuite acharnée de cet objectif pourrait bien pousser les gouvernements à adopter des politiques – et le public, une attitude – nettement moins avantageuse pour les investisseurs raisonnables. La concentration du pouvoir économique aux mains de quelques privilégiés – que ce soient des fonds de couverture, des fonds de placements privés ou une petite élite économique

– ne manque jamais de soulever des enjeux d'efficacité économique et d'équité sociale.

La récente vague de scandales financiers a placé dirigeants et administrateurs de sociétés dans la mire de l'opinion publique. Cependant, les tactiques de certains de ces « investisseurs » nouvelle vague et les efforts qu'ils déploient pour transformer les sociétés industrielles en simples actifs négociables et monnayables pourraient bien placer sous examen la communauté des investisseurs. L'idée voulant que les actionnaires soient les seules et uniques parties prenantes des sociétés ouvertes a bénéficié d'un appui sans précédent au cours des années 90, mais cette position est de plus en plus contestée maintenant que le mouvement en faveur d'une responsabilisation sociale des entreprises retrouve un peu de la faveur perdue pendant l'euphorie boursière des années 90.

Ce mouvement, dans sa forme la plus raisonnable, affirme avec vigueur qu'une entreprise n'est pas qu'un actif monnayable mais bien une organisation sociale ayant une finalité économique, que les conseils d'administration ont une obligation de fiduciaire envers les actionnaires bien sûr, mais qu'ils **ont également une responsabilité morale envers les autres parties prenantes**. La société civile dans son ensemble peut légitimement prétendre détenir un intérêt dans les entreprises menant leurs activités en son sein, un intérêt tout aussi valable que celui des actionnaires (Voir Brennan, 2005, pour un exemple de ce discours renouvelé).

Promouvoir la loyauté des actionnaires

Les investisseurs à long terme dans une entreprise ont des droits qui devraient être protégés contre les abus des dirigeants et les comportements inappropriés d'un éventuel actionnaire de contrôle, cela va de soi. Cependant, dans un contexte où de nouveaux intervenants sur les marchés financiers cherchent à changer les règles du jeu à leur avantage, ces investisseurs à long terme doivent également s'intéresser au comportement de ces nouveaux « coactionnaires ». En effet, ces « actionnaires » nouveau genre, poussés par des motivations différentes et des stratégies distinctes, pourraient bien avoir des intérêts et des objectifs préjudiciables aux intérêts à long terme de la société et de ses actionnaires.

Dans un monde financier où entre le tiers et la moitié de toutes les opérations boursières sont effectuées par des fonds de couverture, aux stratégies et tactiques aussi « innovatrices » qu'obscurès, une telle situation soulève son lot de nouvelles interrogations. Devant cette réalité, plutôt que d'accroître le pouvoir des *actionnaires* de passage, *transitoires* et possiblement malveillants, ne conviendrait-il pas de rechercher les moyens de favoriser un actionnariat fidèle et de susciter sa loyauté et son engagement envers les objectifs à long terme de l'entreprise?

Recommandation

Il est temps d'imposer une période minimale (disons une année) aux actionnaires avant qu'ils puissent exercer leur droit de vote.

Peut-être serait-il approprié que les actionnaires « loyaux » puissent également obtenir d'autres droits et privilèges pour avoir conservé leurs actions pendant une période donnée, comme nous l'avons vu plus tôt (p.ex. droit de vote accru, taux d'imposition préférentiel sur les gains en capital, taux supérieur de dividendes). Des changements aussi radicaux devront faire l'objet d'évaluations précises de tous les enjeux qu'ils soulèvent, notamment sur les plans juridique, logistique, fiscal, de la liquidité, etc. À cette étape-ci, nous soumettons pour étude et discussion l'idée qu'on accorde des droits et privilèges différents aux actionnaires loyaux. ***Mais notre proposition d'instaurer une période de détention minimale d'un an avant d'accéder au droit de vote peut être adoptée dès maintenant!***

Bibliographie

Allaire, Y. and M. Firsirotu. « Changing the Nature of Governance to Create Value », *Institut C.D. Howe 189*, November 2003.

Brennan, David M. "Fiduciary Capitalism, the Political Model of Corporate Governance, and the Prospect of Stakeholder Capitalism in the United States", *Review of Radical Political Economics*, Winter 2005

Bushee, Brian. "Identifying and Attracting the "Right" Investors: Evidence on the Behavior of Institutional Investors, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 16, No. 4, Fall 2004.

Campos, Roel C., SEC Commissioner, Speech to the Managed Funds Association, July 12, 2005

Gaspar, J.M, M. Massa, and P. Matos "Shareholder investment horizons and the market for corporate control" *Journal of Financial Economics*, 76, (2005), p.133-165.

Hu, H. and B. Black, "Empty Voting and Hidden Ownership: Taxonomy, Implications and Reform", SSRN paper, 2006.

Martin, S. and F. Partnoy, "Encumbered Shares", SSRN paper, 2004

Moyer, Liz. "Hedge Fund Hell", *Forbes*, July 28th 2006

Odland, Steve. Keynote address to the National Association of Corporate Directors, October, 2006

Porter, Michael. "Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry", *Journal of Applied Corporate Finance*, Volume 5, No. 2, Summer 1992.

Rajagopalan, Nandini and Yan Zhang. "When The Known Devil Is Better Than An Unknown God", *Academy of Management Journal*, 47(4): 2004, 483-500.