

L'influence des investisseurs institutionnels sur les orientations stratégiques des entreprises

Le cas de Blue Capital au sein du groupe Carrefour

Working Paper du Centre de Recherche Warocqué, 2010/9

Par Christiane Bughin, Alain Finet & Carole Monaco

CHRISTIANE BUGHIN
Maître de Conférences

20, Place du Parc 7000 Mons
+32 65 37 32 46

christiane.bughin@umons.ac.be

ALAIN FINET
Maître de Conférences

20, Place du Parc 7000 Mons
+32 65 37 32 91

alain.finet@umons.ac.be

CAROLE MONACO
Assistante de recherche, Faculté Warocqué d'Economie et de Gestion, Université de Mons

15, Rue de la Chaussée, 6141 Forchies-la-Marche (Belgique)
20, Place du Parc 7000 Mons
+32 65 37 32 91

carole.monaco@umons.ac.be

L'influence des investisseurs institutionnels sur les orientations stratégiques des entreprises

Le cas de Blue Capital au sein du groupe Carrefour

Par Christiane Bughin, Alain Finet & Carole Monaco

CHRISTIANE BUGHIN

Maître de Conférences

ALAIN FINET

Maître de Conférences

CAROLE MONACO

Assistante de recherche, Faculté Warocqué d'Economie et de Gestion, Université de Mons

Résumé

L'influence des investisseurs institutionnels sur les orientations stratégiques des entreprises : le cas de Blue Capital au sein du groupe Carrefour.

Par Christiane Bughin, Alain Finet & Carole Monaco

Cet article traite de la notion d'activisme des investisseurs institutionnels. Dans un premier temps, pour la revue de la littérature, nous nous sommes concentrés sur les travaux menés par Aglietta (2004). Celui-ci définit deux types d'investisseurs, d'une part, en fonction de leur horizon temporel de placement et, d'autre part, en fonction de leur influence sur le mode de gestion des entreprises. Nous avons donc différencié deux types d'investisseurs : les investisseurs institutionnels de court terme et ceux de long terme, leur mode d'incidence sur les firmes contrôlées étant contingent à l'horizon temporel de leur placement. Dans un second temps, nous avons analysé l'influence d'un investisseur institutionnel spécifique, Blue Capital sur la gouvernance d'entreprise d'une entreprise particulière, Carrefour. De la sorte, nous avons évalué le niveau d'activisme de Blue Capital (par l'intermédiaire du Conseil d'Administration de Carrefour, les administrateurs représentant Blue Capital faisant partie d'un réseau social dense) et déterminé les raisons des différents changements opérés au sein du groupe Carrefour depuis l'arrivée de Blue Capital.

Mots clefs

Investisseurs institutionnels, Activisme Institutionnel, Gouvernance d'Entreprise, Conseil d'Administration

Abstract

The influence of the institutional holdings on the strategic directions of the companies: the case study of Blue Capital within the group Carrefour

By Christiane Bughin, Alain Finet & Carole Monaco

This article is about activism of institutional holdings. Firstly, and after a review of literature, we concentrated on the work undertaken by Aglietta (2004). He defines two types of institutional holdings according to their time horizon of investment and to their influence on the management of the companies. There are two types of investors: short term institutional holdings and long term institutional holdings, their impact on the firms depends on their time horizon of investment. Secondly, in accordance with the review of the literature, we analyzed the influence of a specific institutional holding, Blue Capital, on the corporate governance of Carrefour. We could assess Blue Capital's level of activism (by the Board of Directors, and through the dense social network of Blue Capital representatives) and determined the reasons of the modifications occurred in Carrefour since the arrival of Blue Capital.

Keys words

Institutional Holding, Institutional Activism, Corporate Governance, Board of Directors

Resumen

L'influencia de los inversores institucionales sobre las orientaciones estratégicas de las empresas : El caso de Blue Capital en el grupo Cruce

Por Christiane Bughin, Alain Finet & Carole Monaco

Este artículo se refiere en el concepto de activismo de los inversores institucionales. Primeramente, para el estudio de la literatura, nos concentramos sobre los trabajos llevados por Aglietta (2004). Éste define dos tipos de inversores, por una parte, en función de su

horizonte temporal de colocación y, por otra parte, con arreglo a su influencia sobre el método de gestión de las empresas. Pues diferenciamos dos tipos de inversores: los inversores institucionales a corto plazo y los a largo plazo, su modo de incidencia sobre las empresas controladas siendo contingente al horizonte temporal de su colocación. En segundo lugar, analizamos la influencia de un inversor institucional específico, Blue Capital sobre la gobernanza de empresa de una empresa particular, Carrefour. De este modo, evaluamos el nivel de activismo de Blue Capital (por medio del Consejo de Administración de Carrefour, los administradores representando Blue Capital formando parte de una red social densa) y determinado las razones de los distintos cambios operados en el grupo Carrefour desde la llegada de Blue Capital.

Palabras clave

Inversores institucionales, Activismo Institucional, Gobernanza de Empresa, Consejo de Administración

L'influence des investisseurs institutionnels sur les orientations stratégiques des entreprises

**Le cas de Blue Capital au sein du groupe
Carrefour**

1. Objectifs de l'article

Faut-il craindre les investisseurs institutionnels ? Tout d'abord, les investisseurs institutionnels constitueraient un groupe relativement homogène agissant de manière uniforme quelque soit le contexte au sein duquel ils sont censés opérer. Ensuite, il convient de s'interroger sur les modalités d'interventionnisme de ce type d'investisseurs, notamment en prenant en considération l'horizon temporel de leurs placements. Enfin, en cas d'activisme, on peut se demander dans quelle mesure celui-ci impacte la valeur des entreprises.

Cet article a pour objectif de déterminer de quelle manière s'opère l'activisme des investisseurs institutionnels sur le style de gestion des entreprises. Pour ce faire, nous nous concentrerons sur la façon dont un investisseur institutionnel, en l'occurrence Blue Capital, influence les orientations stratégiques retenues par le groupe Carrefour au sein duquel cet investisseur est fortement présent. Si les éclairages empiriques ont fait la part belle aux études « lissées » au départ d'échantillons d'entreprises, il nous semble toutefois opportun de repositionner le débat en prenant en considération un investisseur institutionnel particulier « actif » au sein d'une entreprise déterminée. Cet article permettra donc de définir et de comprendre la notion d'investisseur institutionnel, d'analyser leur horizon temporel de placement, de mesurer leur influence et leur éventuel activisme au sein des entreprises, tant au niveau de la gouvernance que de la gestion.

Sur cette base, notre article sera articulé comme suit :

- Dans un premier temps, nous définirons, de manière théorique, la notion d'investisseur institutionnel (de court ou de long terme) ainsi que celle d'activisme institutionnel ;
- Dans un deuxième temps, et de manière empirique, nous présenterons le groupe Carrefour, notamment son histoire et l'évolution de sa performance.
- Dans un troisième temps, nous analyserons l'investisseur institutionnel Blue Capital afin de percevoir dans quelle mesure et de quelle manière celui-ci influence le style de gestion du groupe Carrefour. Nous tenterons également de mettre en évidence une corrélation très forte entre le caractère prégnant de sa présence au sein de Carrefour et le processus de prises de décisions stratégiques orientés vers la satisfaction des intérêts des actionnaires, en utilisant, par exemple, des procédures de licenciements massifs ;

- Dans un quatrième temps, nous terminerons cet article par une conclusion mettant en avant les éventuelles limites de l'étude et proposerons des pistes futures de recherche envisageable.

2. Investisseurs institutionnels et activisme : état de l'art

2.1 Introduction

L'ouverture du capital au public permet l'obtention de nouvelles sources de financement servant à assurer la croissance de l'entreprise. Cependant, la cotation en Bourse correspond à l'apparition de nouveaux investisseurs – et notamment institutionnels – dans la structure du capital des entreprises. Il s'agit alors d'un moment crucial durant lequel le style de gestion et de contrôle de l'entreprise vont évoluer naturellement pour faire face à des contraintes de marché beaucoup plus fortes. Les investisseurs institutionnels constitueraient un contre poids face au pouvoir des dirigeants (A. Finet et al, 2009). Ils sembleraient donc constituer une *zone tampon*, des relais entre, d'une part, l'équipe dirigeante et, d'autre part, le marché. De manière synthétique, ils regroupent les organismes de placement collectif, les compagnies d'assurances et les fonds de pension. Les investisseurs institutionnels auront pour objectif de mettre en relation les agents à *capacité* de financement (les ménages) avec ceux à *besoin* de financement (les entreprises). De cette manière, ils pourront acquérir des titres de sociétés avec l'épargne des ménages (S. Lavigne, 2004). La facilité d'accès à l'information (B. J. Bushee, T. H. Goodman, 2007) va constituer un critère prépondérant dans leur choix de prise de participation (J. Golec, 2004, T. C. Chiang, E. Nelling, L. Tan, 2008, A.-S. Chen, B.-S. Hong, 2006), ils éviteront ainsi les entreprises pour lesquelles le niveau d'asymétrie informationnelle est élevé. En fonction de cette logique, ces investisseurs auront tendance à privilégier les entreprises cotées en Bourse dans la mesure où le marché est plus liquide et l'évaluation du portefeuille plus aisée que pour les entreprises non cotées (AFIC, BIPE, 2004). M. A. Ferreira, P. Matos (2008) montrent que les investisseurs institutionnels ont une préférence pour des prises de participations au sein d'entreprises de grande taille tandis que les investisseurs institutionnels non américains surpondèrent les entreprises multicotées.

Nous pensons donc qu'il est opportun d'accorder une attention toute particulière à ce type d'investisseurs dans la mesure où ils peuvent constituer le *ciment actionnarial* de l'entreprise et, de ce fait, largement influencer les orientations stratégiques et financières (rachat d'actions

propres versus versement de dividendes (R. Jain, 2007) des entreprises, leur valorisation boursière (S. Nagel, 2005), le processus de pérennisation des activités et, plus globalement, orienter la configuration d'un marché (G. Kling, L. Gao, 2008, X. L. Wang, K. Shi, H.X. Fan, 2006).

L'idée de cet article est d'analyser l'importance de ce type d'investisseurs sur les choix des modalités de gouvernance et sur le style de gestion des entreprises. La question est de savoir dans quelle mesure et à quel niveau l'activisme des investisseurs institutionnels peut se marquer, étant entendu que ces investisseurs vont influencer le mode général de contrôle des entreprises. A cet égard, nous réaliserons une distinction théorique en fonction du caractère long-termiste ou court-termiste de l'investisseur institutionnel qui risque de conditionner plus ou moins fortement son implication dans le système de gouvernance de l'entreprise (voir l'analyse de B. J. Bushee (1999) concernant la dichotomie long terme versus court terme).

En outre, ces investisseurs sont considérés avec beaucoup de suspicion dans la mesure où les médias mettent en exergue leur influence lors de choix stratégiques socialement « délicats » pour les entreprises, aussi appelés « licenciements de convenance boursière », c'est-à-dire des licenciements qui ne sont pas nécessairement reliés à une situation économique difficile mais qui ont pour objectif de réduire la masse salariale, d'améliorer le résultat opérationnel de l'entreprise ainsi que son cash flow et de provoquer à court terme une augmentation de la valorisation boursière de l'entreprise.

Dans cette optique, l'investisseur institutionnel est simultanément *recherché* - dans la mesure où il apporte à l'entreprise des capitaux lui permettant d'assurer sa croissance - et *diabolisé* en fonction de sa capacité à mettre à mal le construit social de l'entreprise (ils ont d'ailleurs reçu le surnom de *zinzin* (E. Izraelewicz, 1999) dans la littérature économique-financière française).

2.2 Activisme et investisseurs institutionnels

En fonction de l'importance des investisseurs institutionnels, il convient d'analyser dans quelle mesure ils utilisent leur position afin d'influencer la gouvernance et la gestion des entreprises. De part leur détention d'importants blocs d'actions, ils peuvent exercer une pression importante sur les équipes dirigeantes des entreprises, mécanisme communément repris sous le terme *d'activisme institutionnel* (C. Girard, 2004).

L'activisme institutionnel peut alors être défini comme l'influence des investisseurs institutionnels sur la performance et la gouvernance des entreprises, couplé, si nécessaire, à des efforts proactifs ayant pour but de changer le comportement de la firme ou ses règles de gouvernance. Cet activisme est légitimé par l'importance de la participation de ces investisseurs qui leur donne un droit de contrôle et des moyens de pression pour pousser les dirigeants des entreprises à adopter certains changements stratégiques (M. Bianchi, L. Enriques, 2001).

Par ailleurs, un grand nombre d'études ont montré que la présence d'actionnaires détenant de gros blocs d'actions peut également avoir des effets négatifs sur la gouvernance :

- Premièrement, les investisseurs institutionnels pourraient tenter de tirer parti de leur position de force pour s'approprier des gains « personnels » au détriment des petits actionnaires ou des autres parties prenantes ;
- Deuxièmement, cet effet induit par un contrôle considérable peut leur apporter des bénéfices plus « privés », par exemple une influence accrue au niveau politique. La recherche de la maximisation de ces bénéfices peut entacher l'efficacité du contrôle que les institutionnels devraient maintenir sur la firme (Y. Altunbas *et al.* 2007) ;
- Troisièmement, l'existence des institutionnels dans le capital d'une entreprise peut amener les plus petits actionnaires à échapper à leurs responsabilités et à laisser les actionnaires plus importants effectuer l'ensemble du contrôle, adoptant ainsi un comportement de « passager clandestin » ;
- Quatrièmement, les investisseurs institutionnels peuvent poursuivre des objectifs ne coïncidant pas nécessairement avec ceux des investisseurs passifs : l'activisme institutionnel pourrait nuire à l'efficacité de la fonction de contrôle dévolue au Conseil d'Administration.

Souvent considérés comme des partenaires peu engagés dans le processus de pérennisation des activités de l'entreprise, ils sembleraient agir selon une logique essentiellement court-termiste, même s'ils opèrent des arbitrages en faveur d'entreprises présentant des performances peu volatiles (C. Faugère, H. A. Shawky, 2003). Cependant, cette vision négative de l'investisseur institutionnel nous semble réductrice et doit être complétée par d'autres approches. Les études montrent que la manière avec laquelle l'activisme va s'opérer au sein des entreprises va fondamentalement dépendre de l'horizon temporel de placement.

Dans cette optique, nous présentons plusieurs classifications qui permettent d'affiner l'étude de l'éventuel activisme institutionnel.

2.3 Classifications de l'activisme institutionnel

2.3.1 Types d'investisseurs institutionnels

S. Lavigne (2004) met en évidence quatre types d'investisseurs institutionnels :

- Les organismes de placement collectifs constituent un fond de sommes mises en commun par des épargnants qui reçoivent en contre-partie des quotes-parts. Les OPC sont chargés de collecter ces fonds et de les investir ensuite en titres de sociétés. L'objectif des OPC est de proposer aux ménages un portefeuille d'actifs diversifiés afin d'en obtenir un rendement élevé (Fonds Communs de Placement, SICAV et *Mutual Funds*) ;
- Les fonds de pension qui ont pour but de collecter les cotisations des salariés et des employeurs pour leur assurer le versement de prestations de retraite. Ce type d'investisseur privilégie une optique long-termiste. Sur le marché américain, les OPC et les fonds de pension représentent, de concert, 42% de la capitalisation boursière (données 2002) ;
- Les compagnies d'assurances proposent des contrats afin de protéger des souscripteurs d'une éventuelle perte financière liée à la réalisation d'un type d'évènement. Il existe deux types de secteurs : l'assurance des personnes et celle des dommages ;
- Les hedge funds sont des fonds d'investissement non cotés à vocation spéculative qui recherchent des rentabilités élevées en utilisant des produits dérivés. Ils offrent une diversification supplémentaire aux portefeuilles «classiques» car leurs résultats sont, en théorie, déconnectés des performances des marchés des actions et des obligations.

2.3.2 Horizon de placement des investisseurs institutionnels

En prenant appui sur les travaux de M. Aglietta (2008), on peut scinder, d'une part, les investisseurs institutionnels de long terme et, d'autre part, les investisseurs institutionnels de court terme. La différence entre ces deux types d'investisseurs provient d'une opposition dans les principes et les objectifs de la gouvernance. Pour les investisseurs institutionnels de long terme, il s'agit de maximiser la valeur totale de l'entreprise à long terme tandis que les

investisseurs institutionnels de court terme maximisent la valeur actionnariale à extraire de l'entreprise à court terme. Plusieurs caractéristiques vont découler :

<u>Investisseurs à LT</u>	<u>Investisseurs à CT</u>
Esprit d'entreprise	Mentalité de spéculation
Risques extra-financiers gérés par gouvernance	Risques financiers gérés par diversification
Spécificité des actifs et irréversibilité des investissements	Liquidité des actifs
Investissement en capital	Investissement par levier d'endettement

Tableau n°1 : Comparaison investisseurs institutionnels long terme/court terme¹

Les investisseurs institutionnels de long terme prennent des participations à moyen terme (10-15 ans). Ils se positionnent au sein d'entreprises qui recèlent un potentiel de développement que ne semblent pas percevoir les marchés : ils s'impliquent massivement dans la gouvernance des entreprises. Cette influence peut se marquer au niveau des OPA (X. Chen, J. Harford, K. Li, 2007), au niveau des rémunérations de l'équipe dirigeante (M. Dong, A. Ozkan, 2008). De manière relativement unanime, les auteurs montrent que les investisseurs institutionnels de long terme sont plus impliqués dans le contrôle et dans la gouvernance des entreprises que les investisseurs institutionnels de court terme.

Les investisseurs institutionnels de court terme recherchent la maximisation de leurs investissements à court terme ; en cas de désaccord avec la direction, ils préfèrent revendre leurs participations plutôt que de s'impliquer dans la gouvernance et la gestion de l'entreprise, et ce afin d'éviter des coûts de contrôle. Leur objectif est d'accroître la valeur de l'entreprise à court terme au détriment d'actions éventuellement profitables à plus long terme. Les deux critiques généralement adressées à ce type d'investisseurs sont, d'une part, le court-termisme en privilégiant la rentabilité à court terme au détriment de la croissance et de l'innovation, et, d'autre part, le *suivisme* (voire le mimétisme) amplifiant l'instabilité des marchés (P. -N. Giraud, 2001).

Il existe beaucoup moins d'études concernant l'impact des investisseurs institutionnels de court terme sur la gouvernance des entreprises. D'un côté, cela peut s'expliquer par le fait que ce type d'investisseur n'a pas – par essence – une relation longue avec l'entreprise et donc il est beaucoup plus difficile de percevoir des comportements qu'il serait éventuellement possible de généraliser. D'un autre côté, la raison pour laquelle il y a peu d'étude sur la liaison

¹ Aglietta (2004)

entre investisseurs institutionnels de court terme et gouvernance est, peut-être, dû au fait que les institutionnels de court terme ne s'impliquent pas dans la gouvernance des entreprises au sein desquelles ils ont des participations.

De manière synthétique, en se référant à J. Brabet (2002), l'implication des investisseurs institutionnels au sein de la gestion des entreprises peut se faire de deux manières théoriques.

- Premièrement, les investisseurs institutionnels, en cas de désaccord avec l'équipe dirigeante, peuvent revendre une partie de leurs participations, ce qui entraîne une baisse de la valorisation boursière de l'entreprise et donc une augmentation de la probabilité de reprise via une OPA. Dans le cas d'une OPA, et donc d'une sanction par le marché, l'équipe dirigeante de l'entreprise cible est bien souvent remplacée par une nouvelle, en l'occurrence celle de l'entreprise initiatrice ; l'idée est que l'investisseur institutionnel estime qu'une autre équipe dirigeante serait en mesure de mieux gérer l'entreprise que celle en place. Ce risque d'évincement du processus décisionnel peut pousser les dirigeants à agir dans les intérêts des investisseurs institutionnels afin de garantir leur niveau de rémunérations et, au-delà, renforcer leur latitude managériale et consolider leur position au sein de l'entreprise.
- Deuxièmement, pour éviter cette vision conflictuelle, les investisseurs institutionnels peuvent s'impliquer activement dans la gouvernance de l'entreprise (notamment par une évaluation de la rémunération du PDG, Y. Ning, 2006) et contrôler la contribution du management au processus d'amélioration de la valeur de marché de l'entreprise.

Pour conclure, même si les investisseurs institutionnels ont manifestement une influence sur la gestion des entreprises, l'investisseur de long terme passe par l'intermédiaire de la gouvernance, tandis que celui de court terme va adopter un comportement beaucoup plus déconnecté de la logique industrielle de l'entreprise, au sens où il n'est pas directement impliqué dans la structure de contrôle.

3. L'influence des investisseurs institutionnels : Le cas de Blue Capital au sein du groupe Carrefour

L'objectif de cette partie est d'illustrer les outils théoriques présentés précédemment afin de percevoir l'influence des investisseurs institutionnels sur les orientations stratégiques, la gestion et la gouvernance des entreprises, en l'occurrence celles du groupe Carrefour.

L'étude de cas sera présentée de la manière suivante. Tout d'abord, nous justifierons notre choix concernant l'entreprise retenue. Ensuite, nous présenterons le groupe Carrefour en décrivant brièvement son historique. Nous illustrerons également sa situation financière via des indicateurs de performance. En outre, après avoir présenté son investisseur institutionnel principal : Blue Capital, nous tenterons de montrer l'évolution de la structure du capital du groupe Carrefour ainsi que la manière avec laquelle le gouvernement d'entreprise a subi de nombreuses modifications au cours de ces dernières années sous l'influence de cet investisseur institutionnel. Pour cela, nous tenterons de mettre en évidence une corrélation importante entre la montée en puissance de Blue Capital et les décisions d'ordre stratégique prises par l'équipe managériale du groupe Carrefour. Enfin, nous montrerons que les affinités professionnelles créées par les administrateurs représentant Blue Capital leur offrent une latitude d'influence importante pour impacter le style de gestion de Carrefour.

3.1 Motivation du choix du groupe Carrefour

Il nous semble opportun d'étudier le groupe Carrefour pour plusieurs raisons. Premièrement, il s'agit d'une entreprise, à l'origine familiale, qui a été grandement influencée par la présence de la famille fondatrice. Deuxièmement, sa position concurrentielle fait que Carrefour est particulièrement sensible à une stratégie de croissance externe, nationale et internationale. Troisièmement, Carrefour a connu une montée en puissance dans son capital d'un investisseur institutionnel, Blue Capital. Depuis son arrivée en 2008, la partie du capital que détient cet investisseur n'a cessé d'augmenter. Cela lui a permis de devenir l'actionnaire principal du groupe supplantant la famille fondatrice de Carrefour.

Pour ces différentes raisons, et en fonction du contexte théorique développé préalablement, il nous semble opportun d'étudier l'éventuelle influence de Blue Capital sur la gouvernance et les choix stratégiques du groupe Carrefour.

3.2 Présentation du groupe Carrefour

3.2.1 L'historique du Groupe Carrefour

En 1959, les familles Fournier et Defforey créent la société Carrefour. Un an après, la chaîne des magasins Carrefour ouvre son premier « supermarché » en France. En 1961, est créée Promodis, société spécialisée dans le commerce de gros (par la suite appelée Promodès). Cette société est le fruit de la fusion des familles de grossistes dirigées, à l'époque par Paul-Auguste Halley et Léonor Duval-Lemonnier. En 1963, Carrefour crée le concept de

« l'hypermarché² ». En 1969, les supermarchés de la chaîne Promodès adoptent l'enseigne Champion. Carrefour se lance alors dans le développement international et ouvre son premier hypermarché en Belgique. Au début des années 70, Carrefour est introduit à la bourse de Paris. En 1972, les hypermarchés de Promodès revêtent l'enseigne de Continent. Cette stratégie d'enseignes illustre à la fois la prééminence dans chacun des domaines (Carrefour dans l'hypermarché et Champion dans le supermarché). Durant cette décennie, la chaîne de magasin Carrefour continue son expansion géographique en ouvrant des magasins dans le monde. Le groupe Carrefour renforce ainsi sa stratégie qui se décline en deux volets utilisés, dans certains cas, de manière simultanée : la diversification concentrique (rachats d'entreprises du même secteur d'activités) et la diversification géographique (positionnement sur les marchés espagnols, brésiliens, belges, argentins, etc.). En 1999, on assiste à un rapprochement entre Carrefour et Promodès afin de former le premier groupe européen et le deuxième groupe au niveau mondial, après Wal Mart. Carrefour prend alors le contrôle de Promodès. Suite à cette fusion, les hypermarchés Continent passent sous l'enseigne Carrefour et les supermarchés adoptent l'enseigne Champion, en France. Durant les années 2000, Carrefour va procéder à des cessions de participations et réaliser des acquisitions et des partenariats avec des grandes marques (cf. Dell), etc.

En ce qui concerne le chiffre d'affaires du groupe, il est réparti par types de magasins : hypermarchés : 62,5%, supermarchés : 21,5% et Maxidiscount 11,5% et par zones géographiques : Europe 79,4% dont une grande partie en France (47,7%), Amérique 13,7% et Asie 7,6%. Ces données indiquent que la dimension stratégique du groupe Carrefour est principalement focalisée sur le secteur des hypermarchés en zone européenne.

3.2.2 *Indicateurs de performance et orientations stratégiques*

Au-delà de l'analyse des ventes du groupe, il est nécessaire d'également prendre en considération l'évolution d'autres indicateurs de performance plus représentatifs des contingences stratégiques de l'entreprise.

Cette partie est consacrée à l'analyse des données financières du groupe Carrefour pendant la période se situant entre 2004 et 2009. Ainsi, différents indicateurs tantôt d'exploitation, tantôt financiers, sont abordés.

² Commerce spécialisé dans l'alimentaire et le non-alimentaire, surface : 2.500m².

	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>
RN/CA	0,02401332	0,02123575	0,031219111	0,03017724	0,01769637	0,00574666
CA/TA	1,72501543	1,61074595	1,638882461	1,58183779	1,66980915	1,66746843
ROA	0,0744196	0,06771892	0,068878463	0,06427636	0,05355017	0,03307276
ROE	0,22155917	0,1685489	0,23155289	0,21062022	0,14089536	0,04444444

Tableau n°2 : Indicateurs de performance en %

L'indicateur « **Résultat Net/Chiffre d'Affaires** » (RN/CA) indique la capacité de l'entreprise à dégager un résultat à partir de son volume des ventes.

On constate que cet indicateur est positif, cependant, il diminue très fortement (-76%) entre les années 2004 et 2009. On constate dans le tableau n°3 que le résultat net décroît de manière importante à partir de l'exercice 2007. Entre 2007 et 2008, il baisse de 37,9% et recule de 71,5% entre les exercices 2008 et 2009. Cette forte baisse s'explique, entre autre, par un repli des marges en Europe, particulièrement en France ainsi que par une forte augmentation des charges non courantes (comprenant des dépréciations, des charges de restructuration et des charges liées au plan de transformation) dont le montant s'élève à 1,07 milliards d'euros en 2009 contre 518 millions en 2008 et est négligeable en 2007.

Bien que le chiffre d'affaires du groupe Carrefour augmente, la chute de l'indicateur RN/CA s'explique par la chute importante du résultat net de l'entreprise (-71,7%).

	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>
RN	1745	1582	2432	2479	1539	494

Tableau n°3 : Evolution du résultat net en millions d'euros

L'indicateur de performance « **Chiffre d'Affaires/Total Actifs** » exposé dans le tableau 2 ci-dessus traduit la capacité d'une entreprise à vendre au départ de ses actifs. Comme on peut le constater, la tendance de cet indicateur est relativement stable voire en très légère diminution entre 2004 et 2009. Cela est expliqué par les variations non proportionnelles du chiffre d'affaires et du total des actifs. En effet, le chiffre d'affaires augmente de 18,3% tandis que le total des actifs croît de 22,4% pour la période de référence ; il semble donc que la politique d'acquisition du groupe (matérialisée par une augmentation des actifs) n'ait pas correspondu à une augmentation sensible des niveaux de ventes.

	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>
TA	42126	46250	47533	51932	52082	51553

Tableau n°4 : Evolution du total des actifs en millions d'euros

L'indicateur **ROA**³ (Return On Assets) concerne la rentabilité économique. Celui-ci traduit la rentabilité de l'actif du bilan. En déterminant ce ratio, on essaye de voir si l'entreprise parvient à dégager un résultat positif avant le paiement des charges financières et des impôts ; il s'agit d'apprécier la performance organisationnelle de l'entreprise.

Le ROA enregistre une chute de plus de 55,5% pour la période 2004/2009. Cette chute s'explique par celle du résultat opérationnel. Celui-ci a reculé de 16,5% entre 2007 et 2008 et de 38,9% entre 2008 et 2009. Ces diminutions sont expliquées une « déflation alimentaire » qui incitent les consommateurs à acheter de manière plus réfléchie. Le résultat net connaît une baisse de 37,9% en 2008, le chiffre d'affaires tend, quant à lui, à augmenter de presque 6% entre 2007 et 2008. Le groupe Carrefour qualifie cette performance de « bonne résistance » grâce à un effort promotionnel soutenu. Cependant, il est tout de même pénalisé par un manque de compétitivité sur les prix, principalement en France, face à son principal concurrent : Leclerc.

	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>
RO	3135	3132	3274	3338	2789	1705

Tableau n°5 : Evolution du résultat opérationnel en millions d'euros

L'indicateur **ROE**⁴ (Return On Equity) concerne spécifiquement la rentabilité financière. Cet indicateur montre ce que chaque euro investi par les actionnaires dans l'entreprise permet de réaliser en termes de résultat net.

En ce qui concerne Carrefour, on observe que le ROE diminue fortement pour la période (-80%). Le groupe Carrefour dégage moins de résultat en fonction des capitaux investis. La chute s'explique par le fait que le résultat net progresse fortement entre 2004 et 2007 pour ensuite chuter considérablement à partir de 2008. Tandis que les fonds propres ont tendance à augmenter entre 2004 et 2009 (+ 41,1%), notamment en vue de consolider la stratégie de croissance du groupe.

³ Résultat avant charges financières et impôts/Total des actifs

⁴ Résultat net/Fonds propres

	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>
FP	7876	9386	10503	11770	10923	11115

Tableau n°6 : Evolution des fonds propres en millions d'euros

En conclusion, les différents indicateurs utilisés montrent une dégradation générale des niveaux de performance du groupe sur la période 2004/2009 ; cette dégradation est d'autant plus remarquable entre 2007 et 2009, période qui correspond à l'entrée de Blue Capital dans l'actionnariat de Carrefour. Au-delà de phénomènes conjoncturels passagers, on peut penser que l'investisseur institutionnel va essayer d'influencer le style de gestion du groupe afin de rentabiliser son investissement. Dans cette optique, nous nous concentrons sur les mesures de licenciements et de restructuration envisagées par Carrefour qui, selon nous, n'ont comme finalité que celle de satisfaire aux attentes de l'investisseur institutionnel de référence.

3.2.3 Carrefour en Belgique

Après avoir présenté l'historique et l'évolution des performances du groupe Carrefour, il nous a semblé opportun de le repositionner sur le marché belge pour différentes raisons. La **première** raison concerne le plan de restructuration réalisé en 2009. En effet, ce dernier a engendré la suppression de 1672 emplois et la fermeture de 21 magasins (14 hypermarchés et 7 supermarchés). La **seconde** concerne la position concurrentielle de Carrefour. En effet, il est considéré comme l'un des trois principaux distributeurs sur le marché belge avec une part de marché atteignant les 24,5%. Colruyt, le leader, possède 24,7% des parts. La chaîne des magasins Delhaize se trouve dans le trio de tête suivie par les magasins Aldi et Lidl. Le groupe Carrefour n'est pas parvenu à se différencier de manière claire et est en position de faiblesse par rapport aux autres groupes qui possèdent une connaissance pointue du marché belge. En effet, Colruyt et Delhaize se positionnent sur une politique stratégique basée sur la « différenciation ». En effet, Colruyt se différencie « géographiquement » en étant présent uniquement sur le marché belge, tandis que la chaîne des magasins Delhaize opte pour une différenciation « qualité » en proposant des produits de « luxe ».

Le positionnement stratégique de Carrefour en Belgique s'est opéré via un ensemble de mesures de consolidation dont les plus importantes remontent à 2000. Cette année-là Carrefour reprend l'enseigne GB (un des acteurs les plus anciens en Belgique dans le secteur de la distribution) dont la notoriété et l'image de marque sont très fortes en Belgique. Les hypermarchés Maxi GB revêtent l'enseigne Carrefour et sont entièrement modernisés, tandis

que les supermarchés GB conservent leur enseigne. Carrefour Belgium poursuit également sa croissance en acquérant des commerces de proximité.

Dans la mesure où les licenciements ne constituent pas une manœuvre stratégique communément utilisée par Carrefour, il nous a semblé opportun de repérer les raisons de cette nouvelle orientation. Dans une optique purement financière, les licenciements devraient permettre d'alléger la structure organisationnelle et d'en améliorer sa performance. Toutefois, ces mesures nous paraissent contingentes à un redéploiement de la gouvernance de l'entreprise et l'importance de Blue Capital.

3.3 Evolution de la gouvernance au sein de Carrefour et positionnement de Blue Capital

Au début de l'année 2007, la famille Halley, détenant de concert avec Promodès 13,21% du capital de Carrefour, a annoncé la dissolution du pacte d'actionnaire les réunissant suite à la mort accidentelle de Paul-Louis Halley. En mars 2007, on assiste à l'entrée, dans le capital de Carrefour, de Blue Capital. Cette coentreprise contrôlée par Bernard Arnault (LVMH) et par le fond américain Colony Capital, prend initialement une participation de plus de 9% en investissant environ 4 milliards d'euros. Au 31 décembre 2008, sa participation dépasse le seuil des 15% et Blue Capital se place alors au rang d'actionnaire de référence.

Le tableau ci-dessous illustre l'évolution de la répartition du capital de Carrefour avant et après l'arrivée de Blue Capital. Carrefour étant à l'origine une entreprise familiale, une partie relativement importante de son capital est concentrée aux mains de la famille Halley jusque fin 2007. Cependant, cette partie tend à diminuer entre les années 1999 et 2006 faisant de Carrefour une entreprise facilement opérable. On constate que le capital de Carrefour est fortement éclaté, le flottant représentant plus de 80%.

<i>En %</i>	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>
Pacte familial	20,77	21,08	20,33	19,88	19,65	12,5	13,03	13,52	13,21	-
Salariés	1,5	2,79	2,88	2,98	2,87	2,39	2,2	1,22	1,08	1,05
Autodétention	2,05	2,25	2,43	0,6	1,02	1,21	-	-	1,55	2,74
Public	75,68	73,88	74,36	76,54	76,46	80,35	84,77	85,26	75,07	80,51
Colony Capital	-	-	-	-	-	-	-	-	9,09	14,99
Groupe Arnault	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,71

Tableau n°7 : Répartition du capital en % du groupe Carrefour

3.3.1 Présentation de la gouvernance d'entreprise et mise en évidence des affinités professionnelles des administrateurs au travers des réseaux sociaux

Au cours de cette partie, nous allons présenter les différentes raisons sous-tendues par la nouvelle composition du capital de Carrefour qui pourraient expliquer une certaine motivation des principaux actionnaires à faire évoluer l'entreprise vers un modèle allégé facilitant son rachat par une entreprise concurrente : Wal-Mart. Pour cela, nous allons nous focaliser principalement sur la gouvernance d'entreprise du groupe Carrefour.

- Dans un premier temps, nous analyserons la manière avec laquelle l'activisme de Blue Capital se marque au niveau du Conseil d'Administration de Carrefour ;
- Dans un deuxième temps, nous tenterons de montrer que Blue Capital est considéré comme un investisseur institutionnel de long terme et actif, c'est-à-dire qu'il s'ancre dans la gouvernance d'entreprise dans le but d'orienter la gestion de celle-ci ;
- Enfin dans un troisième temps, nous étudierons l'imbrication des différents administrateurs de Carrefour ainsi que leur niveau d'influence, ce qui pourrait constituer un élément de compréhension du soutien des choix stratégiques retenus par Blue Capital.

À noter que la rubrique relative à la gouvernance d'entreprise apparaît dans les rapports annuels à partir de l'année 2002. Ce n'est qu'au début de l'année 2008 que le Conseil de Surveillance prend le nom de « Conseil d'Administration », sous la présidence d'Amaury de Seze. À savoir que « *Dans la formule de gestion par un directoire et un conseil de surveillance, la distinction est entre les fonctions de direction et du contrôle de la direction. La gestion est nettement dissociée, à la différence de la formule de gestion par un conseil d'administration, où la gestion est répartie entre la définition des options stratégiques, faites par le conseil d'administration, et l'exécution avec la gestion courante, faite par les organes de direction*⁵ » ; cette dernière formule de gouvernance est considérée comme plus contraignante en termes de surveillance et de contrôle.

A) Evolution de la structure du Conseil d'Administration

<u>2009</u>	<u>2008</u>	<u>2007</u>	<u>2006</u>	<u>2005</u>
Robert Halley	v	v	v	v
Amaury de Seze	v	v	v	v
Jean-Martin Folz	v	v	v	

⁵ Godard L. (1998), « Les déterminants du choix entre un Conseil d'Administration et un Conseil de Surveillance », Finance, Contrôle, Stratégie, Vol. 1, n°4, pp 39-61.

Lars Olofsson	v			
René Abate	v	v	v	v
Bernard Arnault	v			
Sébastien Bazin	v	v	v	
Nicolas Bazire	v	v	v	
Jean-Laurent Bonnafé	v			
Thierry Breton	v			
René Brillet	v	v	v	v
Charles Edelstenne	v			
Anne-Claire Taittinger	v	v	v	v
	José Luis Duran	v	v	v
		Bernard Bontoux	v	
				Luc Vandavelde

Tableau n°8 : Composition du Conseil d'Administration entre 2005 et 2009

Nous présentons ci-après une biographie des différents administrateurs de l'entreprise, ce qui nous permet de mettre en évidence l'importance de la connotation familiale de Carrefour jusqu'en 2006. De plus, nous montrons que l'arrivée de Blue Capital a correspondu à la nomination de nouveaux administrateurs et la fin de la connotation familiale.

Pour l'influence de la famille Halley, l'évincement de Luc Vandavelde en 2006 est symptomatique. En effet, celui-ci a intégré Promodès en 1995 en qualité de Directeur Général. Quatre ans après, il est nommé Président-Directeur Général de Carrefour lors de la fusion entre Carrefour et Promodès. En 2004, il est nommé en tant qu'administrateur. Un an plus tard, il prend la place de Président du Conseil de Surveillance et en est évincé en 2006 pour causes de désaccords avec la famille Halley (J. Beauchet, 2010). Il est alors remplacé par Bernard Bontoux.

En ce qui concerne l'incidence de Blue Capital, plusieurs modifications dans la structure du Conseil d'Administration ont été observées depuis son arrivée :

- Robert Halley, membre de la famille fondatrice de Promodès, est nommé Président du Conseil de Surveillance de Carrefour le 7 mars 2007. En 2008 (moment de l'entrée de Blue Capital), celui-ci démissionne pour laisser sa place à Amaury de Seze, et devient alors Président d'Honneur du Conseil d'Administration.
- Amaury de Seze a occupé les postes de Directeur Général et Président-Directeur Général de Volvo France à partir de 1978. Il a ensuite rejoint le Directoire du groupe

Paribas en 1993. Arrivé en 2004 au sein du groupe Carrefour, il va modifier le système de gouvernance de l'entreprise en 2008, soit un an après l'entrée de Blue Capital. La formule *Conseil d'Administration et Exécutif* remplace celle du *Conseil de Surveillance et Directoire*. Sa nomination émane de la volonté de Sébastien Bazin et Bernard Arnault qui ont la conviction qu'Amaury de Seze serait la personne appropriée pour améliorer la performance boursière du groupe : la valorisation boursière a, en effet, chuté de plus de 40% depuis 2007.

- Lars Olofsson entre dans le Conseil d'Administration de Carrefour en 2008, celui-ci succède à José Luis Duran. Depuis 2005, ce dernier occupait le poste de Directeur Général chez Carrefour et a été démis de ses fonctions en 2008. La principale raison proviendrait de sa mésentente avec Blue Capital concernant les résultats du groupe, notamment en France où les ventes des hypermarchés se sont contractées et provoquent une incidence négative sur la valeur boursière de l'entreprise. La stratégie de Lars Olofsson repose sur le repositionnement du groupe Carrefour (en tant qu'enseigne compétitive en termes de prix) ainsi que sur le recentrage du groupe sur certaines zones géographiques (notamment la France) afin de créer de la valeur pour les actionnaires.
- Enfin, Blue Capital est représenté, au sein du Conseil d'Administration de Carrefour, par Nicolas Bazire, Directeur Général du groupe Arnault depuis 1999 et administrateur de LVMH, Sébastien Bazin, Directeur Général et Président du Conseil de Surveillance de Colony Capital et Bernard Arnault, principal actionnaire et Président-Directeur Général du groupe LVMH.

B) Blue Capital : Investisseur institutionnel de long terme et actif

Premièrement, Blue Capital semble être un investisseur institutionnel de long terme dans la mesure où son investissement se fait en capital et est difficilement réversible (étant donné le niveau de prise de participations). En outre, comme nous le verrons par la suite, les risques extra-financiers sont gérés par le prisme de la gouvernance.

Deuxièmement, et afin de démontrer que Blue Capital est bel et bien un investisseur actif, il est opportun de se référer, dans un premier temps, au tableau 9 ci-dessous reflétant les mouvements des administrateurs de Carrefour entre les années 2005 et 2009 avec l'année 2007 qui correspond à l'entrée de Blue Capital dans le capital de Carrefour et dans un second temps, sur la manière avec laquelle cet investisseur peut éventuellement orienter la gestion du groupe Carrefour.

Au niveau du Conseil d'Administration

Dès son arrivée dans le capital de Carrefour, Blue Capital souhaite être représenté au Conseil d'Administration. Sébastien Bazin, directeur de Colony Capital et Nicolas Bazire, directeur général du groupe Arnault occupe alors chacun un siège dès 2006. Leur arrivée est accompagnée de celles de Bernard Bontoux (beau-frère et successeur de Robert Halley) et Jean-Martin Folz (Beauchet, 2010). Un an après l'entrée de Blue Capital dans le groupe Carrefour, un siège du conseil est octroyé à Bernard Arnault ce qui permet à Blue Capital d'en occuper trois sur treize. Même si Robert Halley occupe le poste de Président d'Honneur, la composition de l'organe de surveillance prend une nouvelle direction largement influencée par les investisseurs institutionnels.

<u>Nom</u>	<u>Fonction</u>	<u>Position principale</u>	<u>Entrée dans le CA</u>	<u>Formation</u>	<u>Age</u>
Robert Halley	Président d'honneur	Carrefour			75
Amaury de Seze	Président	BNP Paribas	2004		64
Jean-Martin Folz	Vice-Président	Carrefour	2006	Polytechnique	63
Lars Olofsson	Directeur général	Nestlé	2008	Diplôme d'administration des affaires	58
René Abate	Administration indépendant	The Boston Consulting Group, Inc.	2004	Harvard Business School	62
Bernard Arnault	Administrateur	LVMH	2008	Métier d'ingénieur	61
Sébastien Bazin	Administrateur	Colony Investors IV, L.P.	2006	Diplôme en Sciences de gestion/sciences économiques	48
Nicolas Bazire	Administrateur	LVMH	2006	Auditeur	53
Jean-Laurent Bonnafé	Administrateur	BNP Paribas	2008	Polytechnique	49
Thierry Breton	Administrateur indépendant	Atos Origin	2008	IHEDN/SUPELEC	55
René Brillet	Administrateur indépendant	Carrefour	2004		69
Charles	Administrateur	Dassault	2008	Expert-	72

Edelstenne	indépendant	Systemes		comptable	
Anne-Claire Taittinger	Administrateur indépendant	Starwood Capital Group	2004	Diplôme en sociologie urbaine	60

Tableau n°9 : Composition du Conseil d'Administration de Carrefour

Au niveau de la gouvernance d'entreprise

Lors de son arrivée, l'objectif de Blue Capital était de rentabiliser son investissement en externalisant le parc immobilier de Carrefour estimé entre 20 et 30 milliards d'euros. Suite à la crise immobilière de 2008, ce projet n'a toutefois pas vu le jour et Blue Capital connaît une perte de 30% par rapport à son investissement initial. Dès lors, les deux actionnaires de référence vont presser l'équipe dirigeante en vue que celle-ci prenne des décisions susceptibles d'améliorer la valorisation boursière de Carrefour.

Pour ce faire, premièrement, Blue Capital s'est immiscé dans la *gouvernance* du groupe Carrefour en provoquant le départ de José Luis Duran et en recrutant Lars Olofsson. On assiste également au passage, pour ce qui est du contrôle de la formule Conseil de Surveillance vers celle de Conseil d'Administration ainsi qu'à la démission du président du conseil de surveillance : Luc Vandeveld. Deuxièmement, au niveau du choix de la nouvelle direction, l'arrivée de Lars Olofsson correspond à l'élaboration d'un plan de transformation permettant de renforcer les performances boursières du groupe. Ainsi, 4,5 milliards d'euros devraient être économisés sur un horizon temporel de quatre années. Troisièmement, Blue Capital est intervenu dans la *stratégie* de Carrefour en proposant l'éventuelle revente de ses activités en Amérique latine et en Asie (septembre 2009) dont les ventes représentent plus d'un cinquième de son chiffre d'affaires. On assiste également en 2009 à un important plan de restructuration, en Belgique, engendrant la suppression de 1672 emplois ainsi que la fermeture de 21 magasins (14 hypermarchés et 7 supermarchés). Le groupe Carrefour semble donc désireux d'améliorer rapidement ses niveaux de performance. La situation défavorable que rencontre Carrefour (exposée au point 3.2.2) ne provient pas de ses ventes puisque le ratio CA/TA est relativement stable. Il s'agirait plutôt d'un problème situé plus bas dans le compte de résultats. Paradoxalement, de manière confiante, le groupe Carrefour prévoit pour les années futures un accroissement annuel de 10% de la rémunération des actionnaires, alors que le résultat net a connu une chute importante ces dernières années.

	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>
Dividende	1,08	1,11	1,29
Rendement	3,09%	3,18%	3,69%

Tableau n°10 : Prévisions futures en termes de dividendes

Afin de respecter ces prévisions, la direction du groupe Carrefour doit prendre des mesures d'ordre stratégique lui permettant d'atteindre l'objectif en dépit d'un résultat net en baisse. Dans cette optique, les opérations de licenciements permettent d'améliorer les niveaux de performance de l'entreprise mais risquent de briser son équilibre organisationnel. Plus concrètement, ces licenciements permettent de diminuer les charges sociales et d'exploitation. Ces diminutions ont pour effet d'améliorer le résultat d'exploitation et donc d'améliorer le résultat net, le cash-flow et le niveau des dividendes distribués. Dans une optique actionnariale, les licenciements peuvent être bénéfiques à court terme ; il s'agit de licenciements de convenance boursière (A. Finet, 2006). Toutefois, dans une optique partenariale, les licenciements peuvent être néfastes parce qu'ils brisent l'équilibre culturel de l'entreprise.

Les choix stratégiques retenus correspondent à un démembrement de l'entreprise (même si, dans ce cas, il ne s'agit que d'un pays isolé) et constituent une rupture par rapport à l'optique de développement structuré du groupe dont la base a été, depuis sa création, un déploiement géographique et une croissance de type interne.

Le plan de fermetures et de licenciements en Belgique donne un signal fort à Blue Capital et s'inscrit dans une perspective de consolidation des attentes des principaux actionnaires. Ces mesures de restructuration pourraient également concerner d'autres pays. A ce titre, le groupe tente de revendre ses activités en Thaïlande, Malaisie et Singapour. La presse financière avance, comme repreneurs, les noms d'Aeon (numéro deux japonais de la distribution) et de Navis Capital Partners (entreprise malaisienne) afin de se focaliser uniquement sur les autres marchés asiatiques sur lesquels le groupe se positionne en leader.

De manière générale, Carrefour tend à consolider ses points forts tout en délaissant les activités que l'entreprise juge peu porteuses de croissance à court ou moyen terme.

Si l'horizon stratégique de Carrefour, à l'époque de la gestion familiale, était de long terme avec un positionnement structuré sur des marchés qu'il convenait de pénétrer suite à une connaissance fine des attentes des acteurs, les modifications dans la structure du capital et l'intrusion de Blue Capital marquent un changement sensible de l'optique stratégique retenue par le groupe. L'obnubilation de l'accroissement de la performance boursière à court terme

provoque des choix visant à alléger la structure de l'entreprise en quittant certains segments de marché. L'objectif est d'améliorer rapidement les indicateurs de performance en utilisant, de manière simultanée, la réduction des actifs gérés et la diminution des charges salariales. Cette mesure constitue une étape importante dont l'objectif final est, d'un côté, de satisfaire aux attentes des principaux actionnaires et, de l'autre côté, de réduire la taille de l'entreprise qui pourrait aboutir à un éventuel rachat par une entreprise concurrente...

En conclusion, la question est de savoir pourquoi, Bernard Arnault, propriétaire du groupe de luxe LVMH est, depuis 2007, impliqué dans le capital de Carrefour ? De manière anecdotique en 2006, le groupe LVMH a intenté un procès contre Carrefour qui était accusé à l'époque de contrefaçons de sacs Louis Vuitton dans un de ses hypermarchés à Shanghai. Le numéro un mondial du luxe a gagné le procès et Carrefour s'est vu contraint de rembourser des dédommagements, certes relativement minimes, qui s'élèvent à 18700 dollars. L'hypothèse de rancœur contre le groupe Carrefour est peut-être « farfelue » mais, en tout état de cause, on peut imaginer que l'alliance avec Colony Capital s'insère dans une perspective de revente de Carrefour dans sa globalité avec plus-value à un de ses concurrents naturels, Wal-Mart. Habitué aux succès de fusion et d'acquisition mais peu présent en Europe, Wal-Mart pourrait être désireux de profiter de telles opportunités stratégiques lui permettant d'étendre son positionnement géographique. Wal-Mart s'était déjà montré intéressé par certaines activités de Carrefour en Amérique Latine et en Asie. Le groupe français avait cependant rejeté l'offre qu'il considérait financièrement insuffisante.

Pour terminer, le terme « actif » semble tout à fait crédible pour qualifier Blue Capital en fonction de sa montée en puissance dans le capital de Carrefour, au nombre de sièges occupés au Conseil d'Administration ainsi qu'à la validation de certains choix stratégiques qui ont une *coloration* très actionnariale.

Schématiquement, dans le futur, l'influence de Blue Capital sur Carrefour pourrait se matérialiser de la manière suivante. À noter que ce scénario est d'autant plus probable que les performances boursières du groupe ont été décevantes depuis l'entrée de Blue Capital dans l'actionnariat de Carrefour.

Ce schéma peut cependant prendre plusieurs années et s'échelonner en différentes étapes :

- Une augmentation de la représentation des actionnaires de référence au sein du Conseil d'Administration de Carrefour ;
- Un allègement de la structure organisationnelle de Carrefour ;
- Une amélioration de la structure financière du groupe ;
- Une revente complète de l'entreprise à Wal-Mart.

Le scénario développé ci-dessus semble d'autant plus crédible que les options désirées par les représentants des principaux actionnaires ont une faible probabilité d'être rejetées par les autres administrateurs dans la mesure où il y a de forts liens professionnels avec d'autres entreprises d'importance sur la place boursière parisienne.

Le point suivant sera consacré à la mise en évidence de différents réseaux repérables au départ de la mouvance Blue Capital et Carrefour.

C) Réseaux et affinités professionnelles des administrateurs de Carrefour

Pour la réalisation de cette partie, nous avons travaillé sur base de la liste des administrateurs actuels de Carrefour (année 2009). Ensuite, nous avons listé, pour chacun deux, les différentes entreprises au sein desquelles ils occupent un siège au Conseil d'Administration. La suite de la méthodologie comprend alors deux niveaux :

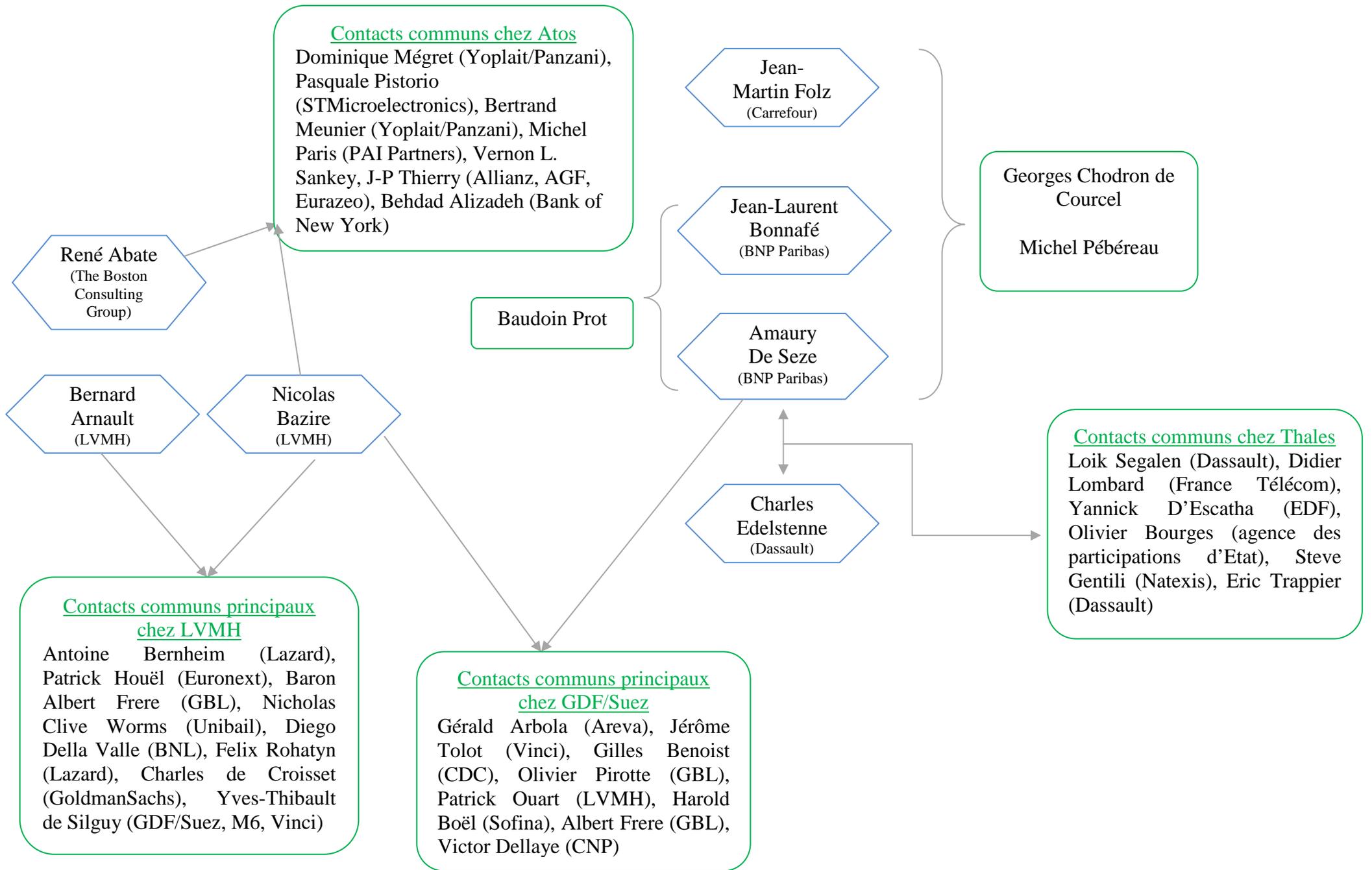
- Premièrement, nous avons observé les éventuelles similitudes (en termes de sièges au Conseil d'Administration) entre ces personnes. A titre d'exemple, Jean-Martin Folz et Jean-Laurent Bonnafé font partie de l'organe de surveillance de BNP Paribas.
- Deuxièmement, pour ces administrateurs, nous avons listé les principaux contacts communs que nous avons sélectionnés au sein d'entreprises cotées sur Euronext Paris.

A titre d'illustration, Nicolas Bazire est présent de manière simultanée au sein du Conseil d'Administration de Carrefour et de celui de LVMH. Nicolas Bazire est également administrateur au sein d'Atos Origin en même temps que René Abate, lui-même administrateur de Carrefour.

Concrètement, cette analyse à vocation qualitative permet de faire ressortir des endroits de prédilection où des personnes ont des intérêts communs, ce qui permet d'élargir de manière sensible les cercles d'influence apparemment circonscrits à un lieu bien particulier. En d'autres termes, les tenants et aboutissants stratégiques débattus au sein du Conseil d'Administration de Carrefour ont certainement un rayonnement beaucoup plus large, notamment en termes de convergence d'intérêts entre les attentes des différents administrateurs, ceci pouvant mener à un jeu à somme nulle.

En conclusion, en utilisant les deux niveaux d'analyse, on constate une imbrication des administrateurs de Carrefour, principalement vers le secteur financier, agroalimentaire, aéronautique et énergétique. Ces engrenages pourraient éventuellement expliquer une forte collusion d'intérêts entre ces différents intervenants. Sociologiquement, les notions de réseaux, d'intérêts croisés prennent toute leur importance. Du fait de ces forts liens

capitalistiques, et afin de ne pas briser des accords informels, la volonté des administrateurs de Carrefour représentant Blue Capital ne sera pas remise en cause par des administrateurs avec lesquels des collusions importantes existent sur divers dossiers communs. En remontant à deux niveaux comme nous l'avons fait, il est possible de couvrir une grande partie du marché français (en effet, neuf entreprises communes sont reprises dans le CAC 40). Dès lors, nous pensons que cette imbrication pourrait faciliter la possibilité de choix stratégiques correspondant aux intérêts des administrateurs de Blue Capital, et donc de Colony Capital.



4. Conclusions générales

Les investisseurs institutionnels sont d'importants apporteurs de capitaux afin d'assurer la croissance et le développement des entreprises au sein desquelles ils investissent. Ils sont, dans certains cas, largement critiqués en fonction des mesures stratégiques qu'ils imposent aux dirigeants. Sur un plan théorique, nous avons mis en évidence deux types d'investisseurs institutionnels en fonction de leur horizon de placement : les investisseurs institutionnels de long terme et ceux de court terme. De manière naturelle, leurs horizons de placement sont sensiblement différents et, par conséquent, leur influence sur la gouvernance et les orientations stratégiques des entreprises sera, elle aussi, différente. Ainsi, les investisseurs institutionnels de long terme s'impliquent dans la gouvernance des entreprises en se faisant représenter au sein du Conseil d'Administration. Quant aux investisseurs institutionnels de court terme leur influence se marque par la sanction du marché, c'est-à-dire, qu'en cas de désaccord avec l'équipe dirigeante, ils revendent leurs participations.

Afin d'illustrer ces apports théoriques et de mesurer l'activisme institutionnel, nous nous sommes concentrés sur l'influence de Blue Capital (qui peut être considéré comme un investisseur institutionnel de long terme) sur le mode de gestion du groupe Carrefour. Suite au retrait de la famille Halley, Blue Capital détient environ 15% du capital de Carrefour. Suite à cette prise de participations et de manière chronologique, cet investisseur s'est premièrement fait représenté, au sein du Conseil d'Administration de Carrefour, par trois administrateurs. Deuxièmement, la formule Conseil de Surveillance/Directoire a été abandonnée. Troisièmement, un nouveau PDG a été nommé. Depuis cette entrée dans l'actionnariat, la valorisation boursière de Carrefour a chuté de 40%. De plus, les ratios de nature financière et commerciale du groupe se sont également dégradés. Afin d'améliorer la performance de l'entreprise, les dirigeants pressés par les actionnaires de référence optent pour des choix stratégiques correspondant à des abandons d'activités, l'idée générale est que la réduction des charges salariales et des actifs permettra d'améliorer la situation boursière de l'entreprise. Dans le même ordre d'idée, il nous semble logique que la simplification organisationnelle et le repositionnement de l'entreprise devraient favoriser un processus de reprise par une entreprise concurrente. Afin d'appuyer cette hypothèse, nous pensons que les intérêts

professionnels communs des administrateurs de Carrefour devraient permettre une validation aisée de cette orientation stratégique et de ce processus de désinvestissement.

Cette étude présente la limite de ne prendre en considération qu'une seule entreprise et un seul investisseur institutionnel, et ce dans un contexte particulier. Il est donc difficile de généraliser les résultats mis en évidence. Dans le même ordre d'idées, nous pensons qu'il conviendrait d'analyser l'éventuelle uniformité des stratégies des investisseurs institutionnels ayant des participations au sein de plusieurs entreprises.

Références bibliographiques

L'Association Française des Investisseurs en Capital (AFIC) et BIPE, « *Les investisseurs institutionnels face au capital investissement* », 2004, 3 pages.

Aglietta M., « *Investisseurs à long terme et gouvernance d'entreprise* », Colloque : Actes des 6èmes Journées d'Economie Financière, Hammamet, Tunisie, 2008, 15 pages.

Altunbas Y., Kara A., Van Rixtel A., « *Corporate Governance and Corporate Ownership: The Investment Behaviour of Japanese Institutional Investors* », Documentos Ocasionales, No 0703, Banco De España, Madrid, 2007, 54 pages.

Bianchi M., Enriques L., « *Corporate Governance in Italy after the 1998 reform: What Role for the Institutional Investors?* », Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, Quaderni di Finanza n°43, 2001.

Beauchet J., « *Carrefour des illusions, le journal de bord d'un ex-dirigeant du groupe* », Editions Bertrand Gobin, Rennes, 2010, 269 pages.

Brabet J., « *La main invisible des investisseurs institutionnels* », Revue Française de Gestion, vol.5, n°141, 2002, pp. 203-224.

Bughin C., Chatelin C., Depret M.-H., Finet A., Hamdouch A., Missonier-Piera F., Piot C., « *Gouvernance d'entreprise, nouveaux défis financiers et non financiers* », Méthodes & Recherches Management, De Boeck, Bruxelles, 2009, pp. 141-164.

Bushee B. J., Goodman T. H., « *Which Institutional Investors Trade Based on Private Information about Earnings and Returns?* », Journal of Accounting Research, n°45, 2007.

Chen X., Harford J., Li K., « *Monitoring: Which institutions matter?* », Journal of Financial Economics, n°86, 2007, pp.279-305.

Chen A.-S., Hong B.-S., « *Institutional ownership changes and returns around analysts' earnings forecast release events: Evidence from Taiwan* », Journal of Banking and Finance, n°30, 2006, pp.2471-2488.

Chiang T. C., Nelling E., Tan L., « *The speed of adjustment to information: Evidence from the Chinese stock Market* », International Review of Economics and Finance, n°17, 2008, pp.216-229.

Dong M., Ozkan A., « *Institutional investors and director pay : An empirical study of UK companies* », Journal of Multinational Financial Management, n°18, 2008, pp.16-29.

Faugère C., Shawky H. A., "Volatility and Institutional Investor Holdings in a Declining Market : a Study of NASDAQ during the Year 2000", Albany Working Paper, Working Paper Series, n°4, 2003, 26 pages.

Ferreira M. A., Matos P., « *The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world* », Journal of Financial Economics, n°88, 2008, pp.499-533

Finet, A., "Effets des annonces de licenciements sur des marchés en phase de déclin : comparaison entre le NASDAQ - OTC et le NYSE sur la période mars 2000 - mars 2002", Direction et Gestion, la Revue des Sciences de Gestion, n°217, 2006, pp.59-68.

Girard C., « *L'incidence de l'activisme actionnarial sur les mécanismes de gouvernance : le cas français* », Finance Contrôle Stratégie, vol.7, n°3, 2004, pp. 91-116.

Giraud P.-N., « *La prise de pouvoir des investisseurs institutionnels: vers de nouveaux capitalismes ?* », Economies et Sociétés, vol.35, n°5, 2001, pp.721-746.

Godard L., « *Les déterminants du choix entre un Conseil d'Administration et un Conseil de Surveillance* », Finance, Contrôle, Stratégie, Vol. 1, n°4, 1998, pp 39-61.

Golec J., « *Are the insider trades of a large institutional investor informed ?* », Finance Department School of Business University of Connecticut Working Paper, 2004, 44 pages.

<http://www.20minutes.fr/article/549655/Economie-Carrefour-annonce-une-lourde-chute-de-ses-resultats.php>

<http://www.boursier.com/vals/FR/lvmh-carrefour-condamne-en-chine-pour-vente-de-faux-sacs-louis-vuitton-rumeur-2622.htm>

<http://www.boursier.com/vals/fr/carrefour-amaury-de-seze-prend-la-presidence-du-conseil-bernard-arnault-est-coopte-news-283878.htm>

http://www.boursilex.com/directoire_et_conseil_de_surveillance.htm

http://www.boursorama.com/infos/actualites/detail_actu_societes.phtml?num=15ad1f62d8c8b12029d897b995ed474b&org=1rPCA

<http://www.carrefour.com/>
http://www.challenges.fr/magazine/portrait/0140.016859/?xtmc=martin_bouygues&xtr=34

<http://www.champion.be/wach/group/history.jsp>

<http://www.daily-bourse.fr/carrefour-vers-une-sortie-des-pays-emergents-Feed-AOF200909281050065.php>

<http://www.far.be/sodia.org/vf/carfour/groupe/grcarfour2.htm>

<http://www.fundinguniverse.com/company-histories/GIB-Group-Company-History.html>

<http://www.itrnews.com/articles/83166/portrait-amaury-seze-nouvel-homme-fort-carrefour.html>

<http://www.jdf.com/enquete/2009/10/03/04004-20091003ARTHBD00043-1-impatience-gagne-les-deux-principaux-actionnaires-de-carrefour.php>

<http://www.latribune.fr/entreprises-finance/services/distribution/20100219trib000478301/les-benefices-de-carrefour-plombes-par-des-charges-exceptionnelles.html>

<http://www.lavenir.net/article/detail.aspx?articleid=415778>

http://www.lemonde.fr/economie/article/2010/02/19/le-benefice-net-de-carrefour-en-chute-de-74-en-2009_1308284_3234.html

http://www.lexpress.fr/actualite/economie/pourquoi-carrefour-se-separe-de-jose-luis-duran_705292.html

<http://www.maroc4life.com/livres/groupe%20carrefour.pdf>

<http://www.pubwebmaster.com/uprate/index.php/2007/03/07/513-arnault-et-colony-capital-entrent-en-force-dans-le-capital-de-carrefour>

<http://trends.rnews.be/fr/economie/actualite/entreprises/colruyt-detrone-carrefour-leader-historique-de-la-distribution-belge/article-1194637260447.htm>

http://www.vernimmen.net/html/glossaire/definition_hedge_funds.html

Izraelewicz E., “Le capitalisme Zinzin”, Editions Grasset & Fasquelle, Paris, 1999, 283 pages.

Jain R., “*Institutional and individual investor preferences for dividends and share repurchases*”, Journal of Economics and Business, n°59, 2007, pp.406-429.

Kling G., Gao L., « *Chinese institutional investors’ sentiment* », International Financial Markets, Institutions and Money, n°18, 2008, pp.374-387.

Lavigne S., « *L’industrie des fonds de pension : les investisseurs institutionnels américains* », L’Harmattan, Paris, 2004, 241pages.

Nagel S., “*Short sales, institutional investors and the cross-section of stock returns*”, Journal of Financial Economics, n°78, 2005, pp.277-309.

Ning Y., “*Large Changes in Institutional Holdings and CEO Compensation Risk*”, *University of Houston Working Paper*, 2006, 34 pages.

Wang X. L., Shi K., Fan H. X., “*Psychological mechanisms of investors in Chinese Stock Markets*”, *Journal of Economic Psychology*, n°27, 2006, pp.762-780.