



INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ET GOUVERNANCE SUR LE MARCHÉ FINANCIER FRANÇAIS

DANIEL BAUDRU*
STÉPHANIE LAVIGNE**

Il est un fait avéré que l'économie mondiale connaît une mutation des principes de régulation économique et des systèmes de détention des titres représentatifs de droits de propriété. Quels que soient les auteurs, Aglietta (1998), Artus (1999), tous considèrent que le nouveau mode de régulation est fondé sur un principe d'allocation patrimonial, dont le pivot est le rôle joué par les investisseurs pour le compte de tiers. Les conséquences de cette transformation des structures de détention des capitaux peuvent être observées sur l'ensemble des marchés financiers. Ainsi aux USA, on assiste à une re-concentration de la détention des titres, sous une forme renouvelée (Baudru, Lavigne et Morin, 2001). En France les travaux de Baudru et Kechidi (1998) ainsi que ceux de Morin (1998) ont montré qu'un bouleversement des structures de détention, daté de 1996, était à l'œuvre et se traduisait par une rupture du modèle d'organisation préalable. Deux traits principaux caractérisaient cette rupture :

- la baisse des participations en fonds propres et des mécanismes corrélatifs de participations croisées qui étaient un des signes distinctifs de l'organisation du capitalisme français ;

- l'irruption sur le marché financier de nouveaux détenteurs, les investisseurs institutionnels étrangers dont le trait le plus caractéristique consistait en la montée en puissance des *money managers* américains.

La rupture observée et la vitesse à laquelle elle s'était produite laissaient augurer un scénario tendanciel où la propriété du capital passait aux mains de détenteurs externes. Au-delà de ce premier constat, largement répercuté par la presse économique et financière nationale, une

* Maître de Conférences ENSICA (Toulouse), chercheur au LEREPS.

** Doctorante en Sciences Économiques, chercheuse au LEREPS, Toulouse I.



autre interrogation pointait, relative aux modifications de gouvernance d'entreprise que risquait d'induire un tel changement dans les structures de détention. En effet, les investisseurs institutionnels étrangers et en particulier américains, vectorisent une logique de gouvernance fort distincte de celle qui prévalait auparavant en France. Les rapports Cadbury (1992) en Grande-Bretagne et Viénot (1995) en France, montraient d'ailleurs les changements qui étaient, ou devaient, être induits par la montée en puissance de ce nouveau type d'acteurs. Si on nous permet ici quelque anglicisme, devaient être pris en compte les principes d'*accountability* et de *transparency* ainsi que les modèles de *shareholder value*. Il pouvait en résulter, surtout en France, une modification profonde des comportements tant des acteurs sur les marchés que des firmes, comme le cas Danone semble aujourd'hui l'illustrer.

Il est donc légitime de s'interroger, trois ans après, sur l'impact des transformations induites, tant au plan de la présence effective des investisseurs institutionnels, que des logiques d'action des firmes cotées sur le marché français, en particulier celles composant l'indice CAC 40.

Il apparaît dès lors que, si on extrait de l'analyse conduite les éléments relatifs à l'adoption de principes de transparences et d'*accountability*, les résultats auxquels nous aboutissons sont quelque peu paradoxaux. Le scénario tendanciel que l'on pouvait estimer probable ne s'est pas concrétisé. Les investisseurs institutionnels, en particulier américains, n'ont pas accru leur présence sur le marché français. De plus, la nature et la structure de leur placement se sont modifiées.

Il faut interpréter les résultats obtenus avec précaution dans la mesure où les observations se déroulent dans des conjonctures financières fort différentes. Cependant, il ressort de nos analyses que les investisseurs institutionnels étrangers ont une politique de placement certes ciblée et active, mais que celle-ci est et reste représentative d'un actionnariat minoritaire peu concentré. Dans ces conditions, il apparaît, et c'est là le second résultat, que les modifications de comportement des firmes sont, à la différence de ce qui avait pu être observé sur le marché américain, plus le fait d'une évaluation globale du marché que de la pression réalisée *intuiti personae* par des investisseurs institutionnels fortement concentrés (Baudru, Lavigne et Morin, 2001).

Dès lors, notre attention se focalisera dans un premier temps sur l'analyse de la présence des investisseurs institutionnels sur le marché français. L'étude sera conduite en observant la composition et la structure des portefeuilles d'un échantillon d'investisseurs institutionnels américains et nationaux considérés comme représentatif. Son objet consistera à analyser l'existence tant d'une éventuelle similarité de comportement que d'une rupture potentielle dans les techniques de composition de portefeuille de ces investisseurs.

Dans un second temps, nous étudierons les structures de détention de l'échantillon du CAC 40. Notre analyse montrera qu'il semble subsister une forte différence entre les structures de détention des marchés français et américains. De fait, en France, seule l'appréciation globale du marché sur les comportements stratégiques des firmes semble pouvoir être considérée comme une variable d'action pertinente.

LA STRUCTURE DU PORTEFEUILLE DES INVESTISSEURS

La définition de l'actionnariat institutionnel suppose qu'il s'agit d'un actionnariat minoritaire, n'ayant pas vocation à assumer des fonctions de contrôle. Les portefeuilles d'investisseurs sont, en outre, théoriquement et par base légale¹, construits sur le principe de la diversification des actifs. Cependant, derrière cette apparente unicité de comportement se profilent des techniques de gestion passives ou plus actives, ces dernières ayant pour finalité de parvenir à « surperformer » à court terme le marché.

La première étape consiste donc à vérifier que les portefeuilles des investisseurs sont fondés sur le principe de diversification financière. En pure logique et en considérant le poids relatif des marchés, on devrait donc observer :

- une représentation spatiale du portefeuille liée au poids respectif des marchés financiers ;
- une répartition du risque du portefeuille sur la base de l'indice central du marché (en France, l'indice SBF 120).

Du fait de la faible internationalisation des fonds américains, Ferrone (1997), Morin (1999), on ne peut s'attendre à ce que la répartition géographique des placements soit équilibrée. Nous avons noté (Baudru, Lavigne et Morin, 2001) que les fonds américains ne plaçaient en moyenne que 6 à 7 % de leur portefeuille d'actifs hors des USA. L'équilibre géographique des placements ne semble donc pas devoir être attendu.

Il nous est alors apparu nécessaire d'isoler un échantillon d'investisseurs institutionnels américains et français, afin de mesurer la répartition spatiale actuelle de leur portefeuille. À ce titre, nous avons retenu dans chaque zone les dix plus importants investisseurs en veillant à ce qu'ils soient effectivement présents sur les deux zones d'étude considérées. Les résultats qui sont présentés n'ont donc qu'une valeur indicative et ne sauraient infirmer ou confirmer des études plus globales. Ils mesurent simplement si l'échantillon retenu est cohérent avec les données plus globales et valident ainsi les choix effectués. Le tableau n°1 suivant présente les données après restructuration :

Tableau n°1
Analyse de la répartition géographique des portefeuilles
des investisseurs américains et français composants l'échantillon retenu

	% du marché français	% du marché américain		% du marché français	% du marché américain
I. I. Français			I. I. Américains		
AGF Asset Mgt	83,57%	1,94%	Alliance Capital Mgt	0,34%	89,70%
AXA Investment Mgt	59,56%	23,37%	Barclays	0,85%	91,29%
BNP PARibas Asset Mgt	57,96%	14,45%	Capital Research and Mgt	1,14%	66,10%
CDC Ixis	80,81%	0,51%	Deutsche Asset Mgt	0,58%	93,62%
Crédit Lyonnais A. Mgt	50,24%	12,64%	Fidelity Mgt Research	0,88%	90,46%
Finama Asset Mgt	43,62%	42,96%	Janus	1,47%	73,72%
Indocam	72,21%	5,06%	Lazard	5,67%	62,31%
MMA Finance	72,92%	9,20%	Morgan Stanley	1,15%	90,97%
Société Générale A. Mgt	71,21%	8,16%	Putnam	1,68%	84,52%
Sogéposte	74,87%	4,95%	Templeton	7,45%	22,02%
Victoire Asset Mgt	67,48%	3,47%	Vanguard	0,41%	95,11%
<i>Moyenne</i>	<i>65,60%</i>	<i>6,69%</i>	<i>Moyenne</i>	<i>1,21%</i>	<i>73,52%</i>

Source : Données Thomson Financial Services mars 2001

8

Il en résulte qu'il existe pour tout investisseur un effet de congruence² certain dans la mesure où les marchés français et américains ne représentent respectivement que 4,293 % et 47,542 % du portefeuille théorique mondial. La préférence nationale est donc bien un trait caractéristique des investisseurs et ce quelle que soit leur nationalité.

Pour autant, on ne saurait s'arrêter à ce seul point, même s'il montre un bouclage des investissements par zone. En effet, la diversification est obtenue sur un marché³ donné dès que le portefeuille d'actifs considéré comprend plus d'une trentaine de titres distincts dont les évolutions sont non parfaitement corrélées. En l'occurrence tous les acteurs de l'échantillon considérés interviennent en France sur environ 130 titres différents. Ils reproduisent donc, indépendamment du choix des titres qui composent le portefeuille, une structure d'actifs proche de celle donnée par l'indice SBF 120. Ceci étant fixé, il convient de s'interroger sur le degré de concentration des actifs en portefeuille. Cet indicateur est un moyen d'observer si les acteurs considérés pratiquent une politique active. La politique active consiste en effet à reproduire l'indice pour réduire le risque, mais elle se double d'une concentration des valeurs en portefeuille sur une part réduite des titres. Rechercher et déterminer le degré de concentration des actifs en portefeuille permet alors de caractériser le type de politique suivie. À cette fin, nous avons déterminé le degré de concentration des portefeuilles en calculant l'indice de Gini qui lui est associé :

Tableau n°2
Analyse du degré de concentration
des portefeuilles des investisseurs institutionnels français et américains

I. I. Français : Indice de GINI		I. I. Américains : Indice de GINI	
AGF Asset Mgt	0,2220	Alliance Capital Mgt	0,2547
AXA Investment Mgt	0,3126	Barclays	0,2306
BNP PARibas Asset Mgt	0,1827	Capital Research and Mgt	0,3231
CDC Ixis	0,1634	Deutsche Asset Mgt	0,3286
Crédit Lyonnais A. Mgt	0,2001	Fidelity Mgt Research	0,3625
Finama Asset Mgt	0,2890	Janus	0,4161
Indocam	0,1801	Lazard	0,4253
MMA Finance	0,1709	Morgan Stanley	0,3192
Société Générale A. Mgt	0,1637	Putnam	0,2999
Sogéposte	0,2039	Templeton	0,4453
Victoire Asset Mgt	0,2345	Vanguard	0,2345
Moyenne géométrique	0,2014	Moyenne géométrique	0,3230

Source : Construit sur la base de données Shareworld.

Le calcul de la moyenne géométrique, qui a pour objet de réduire la portée des valeurs extrêmes, nous permet d'observer une forte différence dans les techniques de composition de portefeuille. La valeur moyenne de l'indice de Gini associée aux investisseurs institutionnels américains est supérieure à la valeur limite de 0,3. Leur comportement de placement est donc de type actif, puisque la valeur de l'indice montre une forte concentration du portefeuille autour d'un nombre limité de valeurs. En revanche, il découle de l'étude de concentration du portefeuille des gestionnaires français une répartition plus homogène du portefeuille donc une politique de placement plus passive. Les profils types des investisseurs institutionnels sont donc divergents : si les investisseurs institutionnels américains mènent globalement une politique active, les investisseurs français semblent suivre une politique passive, de reproduction de l'indice⁴.

Cette différence reflète, comme l'ont montré Artus et Debonneuil (1999), les conditions d'exercice dans lesquelles interviennent les différents opérateurs. Les investisseurs américains qui sont évalués sur la base de *benchmarking* à court terme sont de fait conduits à pratiquer une politique de placement active des fonds gérés visant à surperformer le marché. La prise de risque, liée à la concentration des actifs, en est donc la conséquence, même si leur niveau de détention moyen est aujourd'hui à un niveau relativement faible puisqu'ils ne placent (en valeur de marché) que 1,21 % de leurs actifs sur le marché français. Ainsi leur taux moyen de participation dans les sociétés françaises n'est que de 0,45 %. Cet élément, loin d'apporter une contradiction aux résultats de l'analyse de concentration, nous montre que les

investisseurs institutionnels américains concentrent l'essentiel de leur portefeuille sur quelques valeurs qui sont les « poids lourds » de la cote. En se maintenant à des niveaux de participation peu élevés, ils peuvent ainsi jouer sur la liquidité de leurs placements pour réduire l'exposition au risque que procure la concentration des actifs.

De fait, si on observe les politiques de placement des investisseurs américains (cf. annexe n°1), on peut noter, outre la concentration des placements sur quelques valeurs dominantes dans l'indice, des prises de participations ciblées et élevées dans des sociétés cotées sur le second marché ou même le marché des valeurs de croissance. Ainsi, Fidelity détient 23 % d'Integra, société informatique cotée sur le marché des valeurs de croissance⁵. Plus généralement, les investisseurs institutionnels américains ont une politique de prise de participation non négligeable dans des sociétés dont les perspectives de croissance sont relativement élevées.

Cette situation contraste avec celle observée en 1997. En effet, les investisseurs américains ont significativement réduit leurs taux de participation dans le capital des *blue ship* français. Un *mutual fund* comme Fidelity a détenu jusqu'à 10,04 % du capital d'Alcatel en 1997, Capital Research a aussi détenu jusqu'à 5,32 % du capital de Renault (de 1997 à 1999). Cette situation est aussi fondamentalement différente de celle que pratiquent les investisseurs américains sur leur propre marché⁶. En effet, celle-ci se caractérisait, sur leur propre marché, par :

- des prises de participations ciblées et élevées dans des sociétés à faibles perspectives de croissance et installées sur des marchés à maturité, même si les valorisations boursières des sociétés étaient en décroissance ;
- des prises de participations relativement faibles dans des entreprises sises sur des marchés à fort potentiel de croissance mais dont la valorisation élevée contribuait à déformer la composition du portefeuille au profit de trois secteurs (technologie, financier et santé)⁷.

Ceci étant posé, il convient de noter que les investisseurs institutionnels français pratiquent une politique de placement relativement similaire. En effet, si elle est marquée par un plus grand respect du principe de diversification, les investisseurs français détiennent des participations importantes comme en témoigne la participation de BNP Asset Management dans Klepierre (9,73 %) ou Atos (6,21 %), ou celle d'Axa Asset Management dans Simco (5,11 %) ou Klepierre (4,11 %).

Cependant, la communauté des investisseurs institutionnels présents sur le marché français présente globalement la caractéristique d'un actionnariat minoritaire. La question qui est alors posée est celle de la capacité de cet actionnariat à peser sur les principes d'allocation et les stratégies mis en œuvre par les firmes. Cette question sera abordée dans la seconde partie de l'étude et débutera par une analyse des structures actionnariales des sociétés du CAC 40.

*STRUCTURES ACTIONNARIALES ET GOUVERNANCE
DES SOCIÉTÉS FRANÇAISES*

Analyser les mécanismes de gouvernance à l'œuvre dans les firmes nécessite de connaître les structures capitalistiques des firmes. En effet, mécanismes de gouvernance et structures capitalistiques sont deux variables liées. La première phase d'une étude de mécanismes de gouvernance est par définition, l'analyse des structures actionnariales des firmes. En prenant comme échantillon représentatif les sociétés du CAC 40, on peut construire un profil type de l'actionnariat des sociétés composant l'échantillon (cf. annexe n°1).

Ce profil type n'est établi qu'à partir d'une partie de l'actionnariat des sociétés. En effet, seuls certains acteurs sont contraints de déclarer leur présence. De fait, le taux moyen de connaissance du capital des sociétés composant l'indice CAC 40 est forcément inférieur à la valeur 1. En l'occurrence, il est égal à 51,36 % en moyenne arithmétique. En outre, nous n'avons retenu, pour des raisons de simplification des traitements, que les 100 premiers actionnaires de chacune des sociétés. Ce choix, qui pourrait être contestable, permet cependant de prendre en compte, pour chaque société, à minima 95 % du capital expliqué. Il fournit donc une base d'analyse suffisamment robuste pour être exploitable⁸.

Sur cette base, nous avons procédé à une double segmentation d'une part entre fonds placés sous mandat de gestion et fonds propres, d'autre part entre capital national et étranger dans la détention des titres. La comparaison détention nationale-étrangère est à la fois une mesure du taux de dépendance externe et du degré d'ouverture du marché financier considéré. La comparaison entre fonds propres et fonds sous mandat de gestion est tout aussi importante. Les fonds gérés sous mandat de gestion, quelle que soit la nationalité de l'acteur, doivent être gérés dans l'intérêt exclusif des membres, Blair (1995). Il est donc logique que les investisseurs mènent des politiques de croissance de *shareholder value*. Les fonds propres investis dans le capital de sociétés, s'ils n'excluent pas des mécanismes de valorisation, ont aussi d'autres exigences. Ils peuvent servir de vecteurs au contrôle de la société ou de supports de politiques d'alliance entre organisations. Un arbitrage est donc toujours réalisé par les acteurs en fonds propres entre les objectifs en termes de valorisation et ceux exprimables en termes de contrôle voire de verrouillage de capital ou d'alliance qui sont nécessairement de plus long terme. Les deux types de participation dans le capital d'une société ne présentent pas le même profil. Leurs objectifs ne sont pas assimilables, ni convergents (court/long terme, profitabilité/contrôle), même s'ils ne sont pas opposés⁹. Ces éléments posés, il est possible d'établir une structure type de l'actionnariat d'une firme du CAC 40, sur la base d'une moyenne géométrique qui présente les caractéristiques exposées dans le tableau n°3.

Tableau n°3
Profil type de l'actionnariat d'une société du CAC 40

Type d'actionnaire	% de capital détenu
Investisseurs en fonds propres français	16,244 %
Investisseurs institutionnels français	9,389 %
Investisseurs institutionnels américains	2,692 %
Autres Investisseurs étrangers	8,502 %
<i>Total expliqué</i>	<i>36,83 %</i>

Ces données permettent de faire émerger des résultats relativement intéressants tant en statique qu'en dynamique par rapport à la situation qui prévalait en 1998.

Premièrement, il apparaît que l'actionnariat en fonds propres français reste dominant. Composé des détentions directes de sociétés, des parts familiales et de l'État, il représente encore le socle actionnarial des sociétés du CAC, même si la situation est relativement diverse selon les sociétés, composant l'échantillon. Le deuxième élément apparent est le faible poids des investisseurs institutionnels, sachant que la somme de ses deux plus importantes composantes ne représente que 12,081 % de l'actionnariat des groupes composant le CAC. Si ces résultats sont vrais en moyenne, la répartition des portefeuilles n'est pas parfaitement distribuée : de forts écarts apparaissent (cf annexe n°1). Une analyse de la distribution de l'actionnariat des sociétés du CAC 40 est donc requise. Après traitement, on obtient pour chaque type d'investisseurs:

Investisseurs	Moyenne ¹⁰	Ecart type	Coeff. d'asymétrie γ_i	Coeff. de variation
Investisseurs en F.P. français	0,292	0,217	11,7	0,742
Investisseurs instit. français	0,113	0,049	32,9	0,431
Investisseurs instit. US	0,037	0,031	69,3	0,834
Investisseurs étrangers non US	0,111	0,101	100,5	0,911

Cette analyse révèle que la forme des distributions des variables présente une plus forte dispersion et asymétrie des valeurs dès lors que l'on s'intéresse aux investisseurs étrangers¹¹. Cette situation reflète ainsi le caractère actif des gestions conduites par les investisseurs institutionnels étrangers. Elle en souligne aussi la faible présence.

Ces résultats montrent un basculement par rapport à la situation observée en 1997, où les investisseurs étrangers étaient dominants par rapport aux investisseurs français (Baudru, Kechidi, 1998). La question soulevée est alors celle de l'influence réelle des investisseurs institutionnels, notamment étrangers, sur les pratiques de gouvernance des firmes.

Les mécanismes de gouvernance initiés par les investisseurs institu-



tionnels sont de deux ordres. Le premier se réfère à l'édiction de normes et pratiques de bonne gouvernance¹². Ce premier plan qui ne porte pas sur une entreprise particulière, est une variable indépendante du poids dans les structures actionnariales des firmes, même si l'émergence des composantes du discours de la valeur actionnariale s'est réalisée quand l'actionnariat institutionnel représentait une fraction croissante de la détention des titres cotés sur les marchés. En revanche, le second point qui concerne l'affectation du *cash flow* et l'évaluation des stratégies des firmes est, en prime analyse, à corrélérer à une présence actionnariale minoritaire mais concentrée d'investisseurs institutionnels.

Les travaux conduits sur le comportement des investisseurs institutionnels américains sur leur propre marché ont contribué à montrer que lorsque les sociétés disposaient de faibles perspectives de croissance, la présence concentrée d'investisseurs institutionnels s'accompagnait d'une affectation des *cash flow* libres au profit de la communauté des actionnaires. Il n'est certes pas possible de déduire de cette observation une quelconque causalité. Mais la corrélation entre les deux événements est, sur le plan statistique, significative. On peut donc en déduire que la présence concentrée d'investisseurs a un impact certain sur le processus d'affectation des *cash flow*. Dès lors, même s'il est difficile de quantifier exactement l'influence directe que peuvent avoir les investisseurs pour le compte de tiers, il est indéniable qu'ils ont une capacité d'influence sur les choix stratégiques des firmes.

L'observation des comportements de placement des investisseurs, en particulier américains, montre que la situation est radicalement différente sur le marché français. Aucun investisseur institutionnel ne possède de part de capital importante et peu liquide (supérieure à 1 % du capital) dans des sociétés présentes dans des secteurs à maturité. En revanche, comme nous avons pu le montrer, les parts prises dans le capital de sociétés cibles ne sont réellement significatives que dans des sociétés à espérance de croissance relativement élevées. Les conclusions issues de l'analyse de comportement des investisseurs américains ne sont pas directement transposables sur le marché français. Le facteur explicatif de cette différence repose sans nul doute sur le fait que contrairement aux États-Unis, une composante non négligeable de l'actionnariat des sociétés françaises est encore entre les mains d'acteurs ayant des logiques de prise de participation distinctes de celles des investisseurs institutionnels ; il s'agit des investisseurs en fonds propres.

De fait, s'il existe une influence sur le comportement stratégique de firmes cotées sur le marché par les investisseurs institutionnels, cette influence transite par d'autres mécanismes que ceux mis en évidence dans le cas du marché américain. Dans la pratique, cette capacité d'influence, pour réelle qu'elle soit comme le montre bien par exemple l'abandon par



le groupe Danone du processus d'offre publique sur Quaker Oats, semble uniquement vectorisée par le mécanisme de valorisation boursière. Toutefois, nous n'avons ici qu'une hypothèse dont il convient de développer le raisonnement afin qu'elle acquière le statut de proposition.

Reprenons dans un premier temps, les conclusions émises par Lordon¹³ (2000). On peut, en accord avec cet auteur, supposer que les dirigeants des firmes n'ont pas une attitude passive vis-à-vis des investisseurs et de l'évolution de leur valorisation. Bien qu'une valorisation élevée soit un moyen de se prémunir contre une offre publique d'achat, elle constitue aussi un vecteur de croissance non négligeable, si les effets « dilutifs » liés à la mise en œuvre de politiques de croissance externes ne sont pas plus élevés que les gains potentiels espérés de l'opération de fusion¹⁴.

Développons le raisonnement. Dans les secteurs à maturité, les perspectives de croissance sont *a priori* réduites. En effet, tout gain de part de marché ne peut s'effectuer, sauf à la marge, que par la prise de parts de marché détenues par des compétiteurs¹⁵. Les gains sont donc aléatoires et peu importants. Ainsi, si un groupe souhaite engager une politique de croissance de ces actifs, celle-ci devrait être, par nature, externe.

Le problème du financement de ce type d'acquisitions est alors posé. Théoriquement deux voies potentielles de financement s'ouvrent : interne *versus* externe. Le financement interne peut avoir deux sources, soit une accumulation de *cash flow* libres dégagés par l'activité, soit une politique de cession d'actifs n'entrant plus dans le cadre des choix stratégiques effectués par l'équipe dirigeante. Toutefois, cette forme de financement n'est pas aisément mobilisable, ni même particulièrement rentable, car elle suppose que les fonds obtenus ne seront pas immédiatement réinvestis (sauf en valeurs de portefeuille) et devraient donc contribuer à abaisser le taux de rentabilité global de la firme.

Le financement externe repose sur les deux sources potentielles que sont la dette et le recours aux fonds propres. Nous excluons de l'analyse l'appel au marché, car l'effet dilutif lié à ce type d'opération est important. Il ne reste alors que deux voies, celle de l'endettement ou de l'offre publique. Le recours à l'endettement présente une efficacité certaine. Mais, il se traduit par une croissance du risque financier et, toutes choses égales par ailleurs, du coût des capitaux propres. L'accroissement des charges fixes qui résulte de la hausse de la dette rend donc l'opération délicate à conduire et suppose que des gains de productivité significatifs pourront être réalisés. La possibilité de financement de la croissance est donc possible mais forcément limitée. Elle est fortement liée au rapport entre le taux d'endettement présent de la société initiatrice et le taux potentiel après fusion qu'il convient de rapprocher de celui des concurrents installés sur le même secteur.



L'ultime voie praticable demeure alors celle de l'offre publique qui n'implique aucun coût actuel direct pour l'initiateur. Certes, il existe un coût caché mais réel puisque la firme doit offrir à la marge un rendement à minima aussi élevé que celui qu'elle offre aujourd'hui en moyenne¹⁶. Mais ce coût ne se traduit pas par des sorties de liquidités actuelles.

Dans cette logique, la capacité de croissance de la firme est donnée *in fine* par son niveau de valorisation boursière. Elle n'est donc pas définie en interne par la firme, mais par l'appréciation moyenne des investisseurs présents sur le marché. C'est donc la communauté des investisseurs qui, par son évaluation, détermine l'éventuel potentiel de croissance¹⁷.

Le pouvoir d'appréciation du marché est donc souverain. Mais il ne l'est que parce que la firme souhaite engager une politique de croissance fondée sur un principe de croissance externe, elle-même fondée sur l'usage du titre comme moyen de financement des opérations. La « souveraineté » du marché n'existe que si l'équipe dirigeante décide de s'y soumettre afin de mettre en œuvre une politique de croissance dont les principes ont été précédemment définis. L'initiative revient donc aux dirigeants de l'entreprise¹⁸.

Dans ces conditions, quelle que soit la structure de l'actionnariat, les dirigeants de l'entreprise seront soumis à l'appréciation de leur politique par la communauté des investisseurs. Ainsi peut être expliquée la différence apparente entre les taux de participations d'investisseurs institutionnels dans le capital de sociétés françaises et le poids que ceux-ci semblent avoir sur le comportement stratégique des groupes cotés.

En résumé, les capacités d'influence des stratégies de firmes par les investisseurs s'expliquent par deux mécanismes. Elles peuvent être directes lorsque les investisseurs disposent d'une façon concentrée de parts de capital non négligeables (cas américain). Leur vocation est alors l'affectation des *cash flow* libres. En revanche, lorsque la présence des investisseurs est plus diluée, cette influence est, indirecte, comme sur le marché français. Elle ne s'exerce que si la firme fait appel au marché financier dans le cadre de sa politique de développement.

L'analyse conduite présente une situation relativement différente de celle que l'on pouvait raisonnablement anticiper, au vu des dynamiques à l'œuvre en 1997-1998. La présence des investisseurs étrangers ne s'est pas accrue, loin s'en faut. Certes, la dynamique actuelle des marchés et les effets de congruence des investisseurs internationaux expliquent sans nul doute la baisse apparente de leur part dans le capital des sociétés françaises. Mais on ne peut exciper de nos résultats un retrait des investisseurs internationaux. En revanche, on peut observer un changement de politique de ces investisseurs par une focalisation moins grande sur



les *blue ship*, même s'ils représentent toujours la part dominante du portefeuille, et par une recherche plus ciblée d'opportunités de croissance dans des firmes à valorisation croissante. Cette modification des politiques de placement ne les prive cependant pas de moyens d'influence sur les directions des firmes, pour peu que celles-ci, par les objectifs qu'elles s'assignent, aient vocation à rechercher une approbation de leur politique, via les mécanismes de valorisation boursière.



ANNEXE N°1
Structures actionnariales des sociétés du CAC 40
 (données Mars 2001)

	Détenions en Fonds propres			Fonds Propres	Part des I.I. Français		I.I. Français	I.I. Américains	Investisseurs Européens	Autres Étrangers	Invest. Étrangers
	État	Sociétés	Auto contrôle		Famille	OPCVM					
Sociétés											
ACCOR	0	4.392	0,276	3,273	7.941	16.362	17.442	2.529	10.697	0,174	10.871
AGF	0	4.599	6,789	0	11.388	5.002	8.161	1.441	54.231	0,028	54.259
AIR LIQUIDE	0	3.528	0	0	3.528	10.696	10.696	1.936	5.505	0,365	5,87
AICATEL	0	10.24	6,675	0	16.915	10.066	11.411	8.411	11.477	0,103	11,58
ALSTOM	0	23.815	0	0	23.815	8,75	10.744	2.378	27.624	0,394	28,018
AVENTIS	0	0.878	0,07	0,27	1.218	6,997	10.475	9.937	36.548	0,414	36,962
AXA	0	20,99	0,856	0	21.846	8,533	9.475	5.429	10.146	0,343	10,489
BNP	0	14,442	0	0	14.442	14,154	15.519	3,965	10,64	0	10,64
BOUYGUES	0	32,661	0	17,392	50,053	9,023	16,02	3,158	7,223	0,04	7,263
CAP GEMINI	0	12,668	0	3,762	16,43	8,179	8,179	3,234	9,383	0	9,383
CARREFOUR	0	7,032	2,551	17,791	27,374	8,412	9,197	1,433	7,645	0	7,645
CASINO	0	0	0	58,77	58,77	7,549	8,892	0,714	1,877	0	1,877
CREDIT LYONNAIS	9,581	20,293	0,206	0	30,08	18,483	24,083	0,85	16,6	0,092	16,692
DANONE	0	9,798	0,483	0	10,281	8,95	9,33	5,868	8,096	0,604	8,7
DASSAULT	0	6,843	0	67,422	6,843	6,866	6,853	3,361	5,379	0,046	5,425
DEXIA	0	0	0	0	0	2,607	11,566	0,53	25,721	0,041	25,762
EADS	1,527	38,745	0	0	1,527	0,06	2,607	0,197	6,53	0,002	6,532
EQUANT	0	0	0	0	38,745	0,06	0,06	1,54	2,444	0,059	2,503
France TELECOM	55,73	0	1,331	0	57,061	5,789	8,788	1,368	14,71	0	14,71
LAFARGE	0	0	2,282	0	2,282	9,484	10,894	2,72	6,128	0,322	6,45
LAGARDERE	0	0	0	3,293	3,293	13,151	13,151	8,809	10,131	0,118	10,249
LVMH	0	4,43	2,17	49,476	56,076	9,591	9,591	1,419	4,826	0,193	5,019
MICHELIN	0	3,764	2,654	0	6,418	6,886	7,018	15,734	3,615	0,333	3,948
OREAL	0	0	0	53,7	53,7	9,934	9,934	1,14	7,408	0,119	7,527
PEUGEOT	0	23,634	2,992	22,407	49,033	10,841	11,42	4,171	4,072	0,381	4,453
PINAULT	0	0	0,8	45,901	46,701	10,748	10,748	1,821	5,577	0	5,577
RENAULT	44,22	5,627	4,2	0	54,047	9,503	12,303	4,843	3,712	0	3,712
SAINT GOBAIN	0	11,441	4,218	0	15,659	12,784	17,003	2,678	8,874	0	8,874
SANOFI	0,633	52,295	1,226	0	54,154	5,552	6,552	4,31	5,186	0,037	5,223
SCHNEIDER	0	17,501	7,409	0	24,91	18,973	23,636	4,396	5,296	0	5,296
SOCIETE GENERALE	0	1,663	8,537	0	10,2	13,75	22,644	2,632	10,721	0,88	11,601
SODEXHO	0	8,133	0,465	40,542	49,14	17,693	18,798	1,186	5,252	0	5,252
ST MICRO	0	0,01	0	0	0,01	6,709	6,709	7,188	28,123	0	28,123
SUEZ	0	24,071	3,515	0	27,586	8,891	10,16	4,549	7,961	0,092	8,053
TF1	0	41,249	0	0	41,249	8,211	11,211	4,595	6,33	0,169	6,499
THALES	1,05	64,474	1,146	0	66,67	7,318	7,318	1,953	4,284	0	4,284
THOMSON Mult	0	66,163	0,04	0	66,203	4,794	9,988	1,22	2,161	9,732	11,893
TOTAL	0	12,168	0,668	0	12,836	8,187	11,066	9,528	10,302	0,936	11,238
VALEO	0	47,285	0,326	0	47,611	10,969	10,969	5,243	4,131	0,443	4,574
VIVENDI	0	11,322	3,24	0	14,562	7,739	9,659	2,174	6,013	7,05	13,063

Source : Données Shareworld, Thomson Financial Services, Mars 2001.

I.I. Investisseurs Institutionnels.

NOTES

1. Ainsi aux USA et depuis la loi ERISA, dont la portée a été accrue par la jurisprudence de la Cour Suprême fédérale, les gestionnaires pour le compte de tiers se doivent de gérer les fonds uniquement dans l'intérêt des membres et en mobilisant les dernières techniques et avancées théoriques reconnues dans le domaine.
2. Notons toutefois qu'un investisseur américain comme Templeton, connu pour son activisme en termes de prises de participations, présente une forte déformation des résultats présentés.
3. Toutes les études qui suivent ne sont conduites que sur le marché français.
4. Cette observation est toutefois à relativiser dans la mesure où certains acteurs ont une politique distincte de celle de la catégorie à laquelle ils sont rattachés. Tel est le cas de gestionnaires comme Axa Management, de Barclays ou Alliance Capital.
5. Cette participation ne représente toutefois que 0,01 % de son portefeuille.
6. Cf. Baudru D., Lavigne S., Morin F. (2001) : « Les investisseurs internationaux, une analyse du comportement des investisseurs américains », *Revue d'économie financière* n° 61, Mai.
7. Cf. Baudru, Lavigne, Morin (2001), Op cit.
8. Les données proviennent de la base d'identification des structures actionnariales Shareworld éditée par la société Thomson Financial Services, spécialisée dans la diffusion d'informations boursières.
9. Ce faisant, nous rompons avec le principe d'unité de l'actionnaire qui supporte tant la théorie financière que la théorie positive de l'agence lorsqu'elle traite des problématiques de gouvernance.
10. Il s'agit ici d'une moyenne arithmétique dont les valeurs s'écartent de celle du profil type, en ce sens qu'elle est affectée par les valeurs extrêmes de l'échantillon.
11. L'analyse est ici centrée sur les politiques d'investisseurs institutionnels. Il est en effet inutile de comparer des politiques de placement dans les capitaux de firmes dont les objectifs sont aussi différents que ceux des investisseurs en fonds propres et ceux en capitaux sous mandat de gestion.
12. C'est dans ce cadre que l'on retrouve tous les mécanismes de rémunération basés sur la valeur (EVA) dont la vocation est d'aligner le comportement des dirigeants sur l'intérêt de la communauté des actionnaires perçus comme un bloc unique (ou aux intérêts complètement convergents).
13. Cf. Lordon F. (2000) : « Le conatus du capital », Working Paper, CEPREMAP, Novembre.
14. Notons bien que les études conduites sur l'efficacité des politiques de fusion, pour incomplètes qu'elles soient, montrent bien, à l'instar de celle conduite par C. Phélizon (2001), que les gains en valeur et en efficacité ne sont pas statistiquement significatifs pour la firme initiatrice du processus de rapprochement.
15. Dont on peut aisément supposer qu'ils sont relativement efficaces, puisqu'ils ont survécu au processus de sélection concurrentiel.
16. Ce qui suppose implicitement un fort accroissement de l'efficacité et de la rentabilité de firme cible. Situation qui explique peut être le fait que les études sur l'efficacité des processus de fusion montrent un accroissement d'efficacité de la firme cible significativement bien plus élevé que celui des initiateurs.
17. Nous rejoignons ici une idée qui a été principalement développée par A. Orléan (1999) : *Le pouvoir de la finance*, Éditions Odile Jacob, Paris.
18. Dès lors, une firme qui ne souhaite pas participer à des mouvements stratégiques de grande ampleur et reste présente sur son marché peut n'accorder qu'une importance toute relative à la structure de son actionariat, voire à son niveau de valorisation sauf à redouter d'être elle-même victime d'une offre publique.

BIBLIOGRAPHIE

- AGLIETTA M. (1998) : « Le capitalisme de demain », Notes Fondation Saint Simon, novembre.
- AGLIETTA M. (2001) : « Systèmes financiers et régimes de croissance », *Revue d'Économie Financière*, vol. 61.
- ARTUS P., DEBONNEUIL M. (1999) : « Crises, recherche de rendement et comportements financiers, l'interaction des mécanismes microéconomiques et macroéconomiques », Rapport au Conseil d'Analyse Économique : « L'architecture financière internationale », la Documentation Française.

- BAUDRU D., KECHIDI M. (1998) : « Les investisseurs institutionnels étrangers, vers la fin du capitalisme à la française ? », *Revue d'Économie Financière*, juillet, pp. 67-78.
- BAUDRU D., LAVIGNE S., MORIN F. (2001) : « Les Investisseurs Institutionnels internationaux. Une analyse du comportement des investisseurs américains », *Revue d'Économie Financière*, n° 61.
- BLACK B. (1998) : « Institutional investors and the case for institutional voice », in Stern J. and Chew D. « The revolution of corporate finance », Blackwell Business, pp. 445-458.
- BLAIR MM. (1995) : « Ownership and control. Rethinking Corporate Governance for the twenty-first century », Washington DC, Brookings Institution.
- BOMPOINT P., MAROIS B. (1998) : « Le pouvoir actionnarial. Relations sociétés-investisseurs face à la mondialisation des marchés », Éditions JV&DS.
- CHARREAUX G. (1997) : « Le gouvernement des entreprises », Economica Gestion, Paris.
- EHRBAR A., STEWART G.B. (1999) : « The EVA revolution », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 12, n° 2, Summer 99, pp. 18-31.
- FANTO J. (1997) : « Corporate Governance in American and French Law », Éditions Montchrestien, Collection Finance et Société, AEF.
- FERONE G. (1997) : « Le système de retraite américain. Les fonds de pension », Bibliothèque d'Économie Financière, éditions Montchrestien.
- FRUHAN W.E. (1979) : « Financial strategy ; studies in creation, transfert and destruction of shareholder value », Irwin Inc, Homewood, Illinois.
- LORDON F. (2000) : « Le conatus du capital », *Working Paper*, CNRS-CEPREMAP, novembre.
- MEYERS S. (1998) : « The search for optimal capital structure », in « The revolution of corporate finance », Stern J. and Chew D., Blackwell Business, pp. 111-119.
- MORIN F. (1998) : « Le modèle français de détention et de gestion du capital : analyse prospective et comparaisons internationales », Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, les Éditions de Bercy.
- ORLEAN A. (1999) : « Le pouvoir de la finance », Éditions Odile Jacob, Paris.
- PHÉLIZON C. (2001) : « L'impact des offres publiques sur la richesse des actionnaires : une étude des anticipations des agents selon le motif de l'acquisition », *Revue d'économie financière*, n°61
- RAPPAPORT A. (1986) : « Creating shareholder value, the new standard of business performance », Free Press, New York.
- RIVAUD-DANSET D. (1995) : « Les fonds de pension anglo-saxons et les marchés financiers », Rapport moral sur l'argent dans le monde, Éditions Montchrestien.
- SHLEIFER A., VISHNY R.W. (1986) : « Large shareholder value and corporate control », *Journal of Political Economy*, n° 94.
- SHLEIFER A., VISHNY R.W. (1997) : « A survey of corporate governance », *The Journal of Finance*, vol. 52(2), juin 97, p. 737-783.
- STERN J., CHEW D. (1998) : « The revolution of corporate finance », Third edition, Blackwell Business, Oxford.
- STEWART G.B. (1991) : « The quest for value », Harper Collins, New York.