

L'ÉVOLUTION DE L'ACTIONNARIAT EN FRANCE : 1977-2017

TRISTAN AUVRAY*

L'étude de l'actionnariat est cruciale pour comprendre les comportements d'investissement et d'emploi des firmes. Ainsi, au cours des dernières années, il a été montré que les sociétés cotées américaines investissaient moins que leurs homologues non cotées et que parmi les sociétés cotées, celles marquées par des investisseurs institutionnels impatients investissaient moins que les autres (Asker *et al.*, 2015). De même, en Europe, les sociétés innovantes marquées par la présence d'investisseurs institutionnels impatients réalisent moins de dépenses en R&D (recherche et développement) que celles dont l'actionnariat est plus stable (Brossard *et al.*, 2013). Plus spécifiquement au cas français, l'emploi des sociétés appartenant à un groupe multinational étranger a diminué de 12 % entre 2008 et 2013, et notamment en 2009 au plus fort de la crise, alors que dans le même temps, le nombre de salariés des sociétés françaises appartenant à une multinationale française augmentait de 12 % (Baraton et Lemasson, 2016). Le type et la nationalité des détenteurs de capitaux importent en ce qu'ils se situent en amont de la prise de décisions dans les sociétés par actions, ce qui affecte généralement les grandeurs macroéconomiques comme l'investissement et l'emploi.

Repérer les grandes tendances de l'actionnariat est donc essentiel pour saisir les changements à l'œuvre dans les structures de gouvernance des firmes, ces instances de ratification ou de prise de décisions

* Maître de conférences, USPC, Université Paris 13, CEPN-CNRS.
Contact : tristan.auvray@univ-paris13.fr.

L'auteur remercie les coordinateurs de ce numéro ainsi que les rapporteurs dont les remarques ont contribué à améliorer cet article. Il reste néanmoins seul responsable des erreurs et omissions de ce texte.

étant généralement déterminées par les structures de propriété. De nombreuses études ont montré l'évolution spécifique de l'actionnariat des grandes entreprises cotées françaises, notamment lors de la grande rupture de la fin des années 1990 largement exposée dans la *Revue d'économie financière* (Baudru et Kechidi, 1998 ; Jeffers, 1998 ; Morin, 1998 ; Baudru et Lavigne, 2001 ; Plihon *et al.*, 2001)¹. Cependant, rarement une vision globale sur l'ensemble de l'économie et sur une longue période de l'évolution de l'actionnariat a été fournie. Par ailleurs, malgré la croissance des actionnaires non résidents dans le capital des firmes françaises à la fin des années 1990, aucune étude ne s'est prêtée à identifier l'origine de l'ensemble de cet actionnariat.

L'objet de cet article est de donner des ordres de grandeur de la capitalisation française et de sa composition dans une perspective longue, depuis la fin des années 1970, et plus spécifiquement en ce début de XXI^e siècle, vingt ans après l'éclatement du cœur financier français qui a marqué le début de la montée en puissance des investisseurs institutionnels étrangers. Pour ce faire, nous proposons une méthode originale qui combine les comptes de patrimoine et les statistiques sur les IDE (investissements directs étrangers) publiés par la Banque de France, ainsi que l'enquête CPIS (*Coordinated Portfolio Investment Survey*) coordonnée par le FMI (Fonds monétaire international). Davydoff *et al.* (2013) se prêtent déjà à l'exercice de combiner les comptes de patrimoine et l'enquête CPIS pour les sociétés cotées de plusieurs pays européens. Notre originalité consiste à saisir la globalité de l'actionnariat des sociétés cotées et non cotées, et de proposer une localisation de l'ensemble de l'actionnariat non résident tant dans ses participations de contrôle que dans ses investissements de portefeuille.

Notre principale contribution est de montrer que les prises de participations stratégiques (les IDE) croissent davantage que les investissements de portefeuille et atteignent aujourd'hui près de la moitié des détentions en capitaux propres des non-résidents. Une grande partie de ces IDE (30 % en moyenne depuis le début des années 2000) provient directement du Luxembourg et des Pays-Bas, mais est réalisée, pour la moitié d'entre eux, par des groupes provenant d'autres pays – dont des groupes français et nord-américains essentiellement. Les États-Unis sont ainsi les premiers détenteurs ultimes d'IDE (20 %), de même qu'ils sont les plus grands acteurs du côté des investissements de portefeuille qu'ils possèdent à hauteur d'un tiers. Le Luxembourg est le deuxième grand détenteur d'investissements de portefeuille avec un poids relatif qui fait plus que doubler depuis les années 2000 pour atteindre près de 15 % aujourd'hui. Cette évolution est à mettre en parallèle avec la baisse du poids des intermédiaires financiers français dans les sociétés cotées

et non cotées françaises que nous identifions à travers les comptes de patrimoine. Il est en effet possible de supposer que ces intermédiaires opèrent désormais par des filiales de gestion d'actifs localisées dans les paradis fiscaux européens.

Une fois ces grandes tendances mises en avant, nous nous focaliserons plus spécialement sur l'évolution de l'actionnariat des sociétés ayant appartenu au CAC 40 depuis le début des années 2000. Ce sont principalement ces sociétés qui ont été marquées par la rupture des années 1990 et il convient de fournir un état de leur situation actionnariale car elles ont un poids considérable sur l'ensemble de l'économie, de manière directe ou indirecte par leur influence sur leurs réseaux de sous-traitants. Pour donner une idée du poids de ces acteurs, sur un périmètre plus large que le CAC 40, on peut citer une étude de l'Insee (Béguin et Hecquet, 2015) qui a identifié, pour l'année 2011, 222 grands groupes de plus de 5 000 salariés dans les secteurs marchands non agricoles et non financiers. Ces groupes employaient alors 25 % des effectifs de ces secteurs, en réalisaient 31 % du chiffre d'affaires et 30 % de la valeur ajoutée. La concentration était elle aussi très importante : la moitié des capacités de production se situaient au sein de ces groupes qui réalisaient par ailleurs 45 % des exportations. L'évolution de l'actionnariat d'un petit nombre d'entreprises peut donc avoir des conséquences sur des pans entiers de l'économie.

75

La suite de l'article s'ordonne de la manière suivante. Nous rappellerons tout d'abord la nécessité de penser la diversité des actionnaires et des structures de propriété dans notre analyse. Nous présenterons ensuite la méthode développée dans cet article. Les résultats issus de l'analyse macroéconomique et du cas plus spécifique de l'actionnariat du CAC 40 seront alors présentés.

DIVERSITÉ DES ACTIONNAIRES : PRÉFÉRENCE POUR LE CONTRÔLE OU POUR LA LIQUIDITÉ

Une distinction traditionnelle pour classer les actionnaires oppose actionnaires de contrôle et actionnaires bailleurs de fonds, ou actionnaires préférant la liquidité (Morin, 1984 ; Becht 1999 ; Aglietta et Rebérioux, 2004 ; Auvray *et al.*, 2016). Ces deux types d'actionnaires peuvent avoir une influence sur le comportement des dirigeants et la conduite des firmes par des moyens différents qui reposent soit sur la règle qui associe la détention de capital aux droits de vote pour les premiers, soit sur la liquidité de marché pour les seconds.

L'actionnaire de contrôle est un porteur de titres qui par sa détention majoritaire ou minoritaire du capital parvient, en assemblée

générale, à rassembler la majorité des voix autour de ses résolutions. L'une des principales décisions de l'assemblée générale est la nomination et la révocation des membres du conseil d'administration qui à leur tour voteront pour le directeur général. L'actionnaire de contrôle a donc un rôle déterminant dans le choix du dirigeant qui sera sous son influence, même si ce dernier est en effet celui qui, au jour-le-jour, contrôle la société. La littérature considère qu'à partir d'une détention de 10 % ou 20 % du capital d'une société cotée, il est possible d'être considéré comme un actionnaire de contrôle². À partir de ces seuils, la présence d'actionnaires de contrôle a été identifiée dans une multitude de pays pour un grand nombre d'entreprises cotées. L'idée d'une entreprise typique au capital dispersé, et sous contrôle managérial, telle qu'elle a pu être mise en avant par Berle et Means (1932) est reconnue comme un mythe depuis les travaux de La Porta *et al.* (1999) et leurs successeurs (Claessens *et al.*, 2000 ; Barca et Becht, 2001 ; Faccio et Lang, 2002 ; Laeven et Levine, 2008 ; Carney et Child, 2013). Même aux États-Unis, les entreprises sous contrôle actionnarial sont légion (Holderness, 2009). Évidemment les sociétés au capital totalement dispersé existent elles aussi, notamment parmi les plus grandes entreprises, mais leur fréquence demeure faible. La littérature qui étudie la protection juridique des actionnaires minoritaires ne s'y est pas trompée : après avoir commencé à étudier les conflits d'agence entre actionnaires minoritaires et dirigeants (La Porta *et al.*, 1999), ce qui était le cadre théorique dominant, elle s'est finalement réorientée vers le conflit d'agence qui oppose les actionnaires de contrôle et les autres actionnaires minoritaires (Djankov *et al.*, 2008)³.

La réalité des actionnaires de contrôle recouvre en fait une diversité de structures de propriété, dites complexes, faisant place à une multitude d'actionnaires détenant des blocs d'actions suffisants pour leur donner un rôle pivot en assemblée générale⁴. S'il n'existe pas un actionnaire de contrôle parfaitement identifiable dans une société cotée, la multitude de détenteurs de blocs de titres peut donner lieu à la représentation d'une diversité d'intérêts actionnariaux au sein des conseils d'administration. Il n'est donc pas rare de percevoir dans ces conseils le reflet des structures de propriété. C'est, par exemple, ce que nous avons montré dans le cas du CAC 40 où l'existence d'une participation entre deux sociétés est l'un des éléments le plus explicatif de la présence de co-administrateurs entre ces sociétés, même lorsque ces participations se situent entre des seuils allant de 2 % à 10 % du capital (Auvray et Brossard, 2016). Il existe donc, entre le contrôle actionnarial pur et le contrôle managérial pur, une forme faible du contrôle financier, laissant place à une diversité de configurations des

conseils d'administration. Celles-ci peuvent aller de la symbiose entre actionnaires et dirigeant à la confrontation entre dirigeant et une coalition d'actionnaires, en passant par une coalition actionnaires-dirigeants contre d'autres actionnaires du conseil. Rarement, cependant, ces conseils permettent la pure autonomie du dirigeant qui doit composer avec la diversité des intérêts patrimoniaux.

L'influence des actionnaires ne se manifeste pas seulement par le biais de l'assemblée générale et des conseils d'administration, mais aussi par la liquidité du marché et le prix des titres. La valeur de l'action est en effet déterminante pour l'entreprise et son dirigeant pour trois raisons au moins (Auvray *et al.*, 2016) : la capacité de financement de la firme s'améliore avec la hausse du prix de l'action, ce qui permet de faciliter la levée de capitaux sur les marchés ou d'obtenir des crédits plus facilement ; les rémunérations des dirigeants sont indexées au prix des titres par divers mécanismes (type stock-options) ; les menaces et les capacités de prise de contrôle sont fondamentalement déterminées par la valorisation boursière : une firme d'une faible capitalisation peut facilement être rachetée par ses concurrents, alors qu'un prix élevé lui permet de faire des propositions d'acquisition par OPE dont les termes de l'échange lui sont plus favorables.

Pour ces raisons, les dirigeants vont être très attentifs au prix de marché de la firme. Or la montée massive des investisseurs institutionnels depuis les années 1980 aux États-Unis et à la fin des années 1990 en Europe a profondément affecté les conditions de formation de prix des titres. Ces actionnaires très mimétiques peuvent avoir une influence décisive dès lors qu'ils décident de quitter le capital d'une firme si une décision ou un résultat de l'entreprise ne correspond pas à leurs attentes conventionnelles (Orléan, 1999). Pour fidéliser cet actionnariat instable, qui s'appuie sur la liquidité de marché pour réallouer son portefeuille, les entreprises sont conduites à distribuer dividendes et rachats d'actions au détriment de l'investissement. La réalité de ce phénomène a conduit au renouvellement des études sur le court-termisme des actionnaires et la myopie managériale qui a été théorisée dès les années 1980 aux États-Unis dans le cadre du paradigme des asymétries d'informations (Narayanan, 1985 ; Miller et Rock, 1985 ; Stein, 1988)⁵. Outre les études récentes d'Asker *et al.* (2015) et Brossard *et al.* (2013), il convient de citer aussi l'étude de Fang *et al.* (2014) qui montre qu'un accroissement de la liquidité des titres produit une réduction de l'innovation future des firmes américaines ou encore celle de Gutiérrez et Philippon (2017) qui montre que la baisse de l'investissement s'explique par la concentration des industries et la présence d'actionnaires court-termistes. Les diverses études sur la financiarisation de l'entreprise (Orhangazi,

2008 ; Hecht, 2014) qui soulignent la corrélation négative entre investissement et versement de dividendes trouvent ainsi une partie de leur explication dans les structures de propriété des firmes marquées par des actionnaires impatientes. Lorsque les sorties du capital sont facilitées par la liquidité, la tentation est grande de couper dans les investissements pour que le *cash* non investi soit utilisé à l'amélioration du prix de l'action.

Sans aller dans le détail des configurations exposées dans cette section, nous nous attacherons dans la suite de l'article à distinguer les actionnaires de contrôle et les actionnaires pouvant préférer la liquidité de leur placement.

DONNÉES ET MÉTHODE

Pour présenter les tendances longues de l'actionnariat en France, nous mobilisons principalement les comptes de patrimoine non consolidés publiés par la Banque de France (cf. encadré *infra*). S'il est possible d'identifier ainsi la nature de l'actionnariat domestique, les comptes de patrimoine ne permettent que d'identifier une catégorie globale d'actionnaires non résidents. Nous proposons une méthode pour identifier parmi ces actionnaires non seulement leur origine géographique, mais aussi le type de prise de participations qu'ils opèrent (participation de contrôle ou placement financier). À défaut de pouvoir identifier la nature de ces acteurs, il est possible de faire l'hypothèse que les investissements de portefeuille proviennent pour l'essentiel de sociétés financières.

78

Pour ce faire, nous mobilisons tout d'abord les données sur les IDE (investissements directs à l'étranger) publiées par la Banque de France (cf. encadré *infra*). Il existe une forte cohérence entre ces données et l'information sur les détentions étrangères des actions de sociétés françaises dans les comptes de patrimoine puisque l'information provient dans les deux cas de la direction de la balance des paiements de la Banque de France (2014). Il est donc possible de les comparer directement. L'analyse des investissements de portefeuille peut elle aussi faire l'objet d'une étude de la localisation géographique des actionnaires grâce aux enquêtes CPIS du FMI. Contrairement aux données sur les IDE, les données ne sont pas directement comparables avec les actions détenues par les non-résidents dans les comptes de patrimoine et nous procédons à quelques ajustements (cf. encadré *infra*).

La dernière partie de l'article qui se focalise sur l'actionnariat du CAC 40 mobilise une base de données spécifique sur l'actionnariat des firmes (*Thosmon One Banker Ownership*) pour la période 2002-2017.

Encadré 1**Sources et méthodes de l'identification et de la localisation des actionnaires des sociétés françaises**

Les comptes de patrimoine de la Banque de France : identifier les actionnaires par leur secteur institutionnel

Les comptes de patrimoine permettent de saisir le poids global des actionnaires en fonction de leur nature, c'est-à-dire en fonction des secteurs institutionnels de la comptabilité nationale (non-résidents, ménages, gouvernement, sociétés non financières, sociétés financières au sein desquelles il est possible de distinguer entre les banques, les compagnies d'assurance et les fonds d'investissement et autres intermédiaires financiers). Ces données permettent aussi d'établir une distinction entre les détentions d'actions cotées et non cotées de sociétés françaises. Nous utilisons les items comptables F511 pour les actions cotées et les items F512 et F519 pour les actions non cotées et autres participations. Pour avoir un minimum de profondeur historique, il est nécessaire de recourir aux différentes bases comptables utilisées pour construire les séries. Ainsi nous utilisons les séries en base 2000 pour la période 1977-2009 et les séries en base 2010 pour la période 2012-2016. Les comptes de patrimoine en base 2005, qui permettraient d'avoir les années 2010 et 2011, ne distinguent pas entre actions domestiques et non domestiques, mais entre actions libellées en euros et actions libellées en devises. Elles ne permettent donc pas de distinguer entre les actions détenues des sociétés françaises et des sociétés étrangères. Pour ces deux années, nous interpolons linéairement les données. Les IDE et les investissements de portefeuille présentés *infra* sont rapportés au total comptable F51 ou F5 détenu par les non-résidents tel qu'il est divulgué par les comptes de patrimoine en base 2010.

Les statistiques sur les IDE de la Banque de France : localiser les détenteurs directs et ultimes des participations stratégiques en capitaux propres

De 2000 à 2016, les statistiques d'investissements directs de la Banque de France sont présentées selon la méthodologie de la 6^e édition du Manuel de balance des paiements du FMI et de la 4^e édition de la Définition de référence des investissements directs internationaux de l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques) (que l'on notera BMD4). Par rapport aux méthodologies précédentes, la nouvelle présente deux avantages majeurs. Tout d'abord, elle permet de distinguer la composante en capitaux propres des IDE, ce qui nous intéresse ici puisque cela

permet une cohérence conceptuelle entre les actions détenues par les non-résidents et les prises de participations ou réinvestissements en capitaux propres qu'ils opèrent. Il est ainsi possible de ne pas surestimer le poids des IDE dans le total des actions détenues par les actionnaires non résidents, ce que ne permettraient pas les précédentes méthodologies. Ces données sont donc essentielles car elles permettent d'estimer avec précision, pour la période 2000-2016, le poids des participations de contrôle et le poids des investissements en portefeuille dans le total des actions détenues par les non-résidents. Ensuite les statistiques d'IDE selon la nouvelle méthodologie permettent de distinguer non seulement la provenance directe des IDE, mais aussi leur actionnaire ultime. La différence entre provenance ultime et directe d'un IDE, lorsqu'elle est positive, permet d'identifier les pays qui contrôlent les sociétés françaises en utilisant des filiales localisées dans des pays tiers, et, lorsqu'elle est négative, permet d'identifier ces pays tiers qui assurent une fonction de plateforme d'investissement.

Pour avoir une vision sur plus une longue période, nous utilisons aussi les IDE tels qu'ils sont issus de la précédente méthodologie BMD3 pour les années 1989-1999, en procédant à une correction pour ne pas surestimer le poids des IDE. Les IDE de BMD3 ne permettent pas en effet de distinguer la composante en capitaux propres. Les données BMD3 et BMD4 peuvent cependant être comparées sur la période 2000-2012 : les capitaux propres de la base BMD4 représentent en moyenne 60 % des IDE de la base BMD3, avec une moyenne annuelle par pays allant de 30 % à 80 %. La correction suivante est donc appliquée : on multiplie, par pays, ces pourcentages annuels moyens avec les IDE BMD3 pour la période 1989-1999. Cela permet de ne pas surestimer le poids des IDE qui, autrement, évoluerait de 23 % à 82 % sur 1989-2012, contre 14 % à 49 % avec notre correction (pour 1989-1999) et avec les données réelles (pour 2000-2012).

L'enquête CPIS (Coordinated Portfolio Investment Survey) du FMI : localiser les détenteurs d'investissements de portefeuille en capitaux propres et titres d'OPC

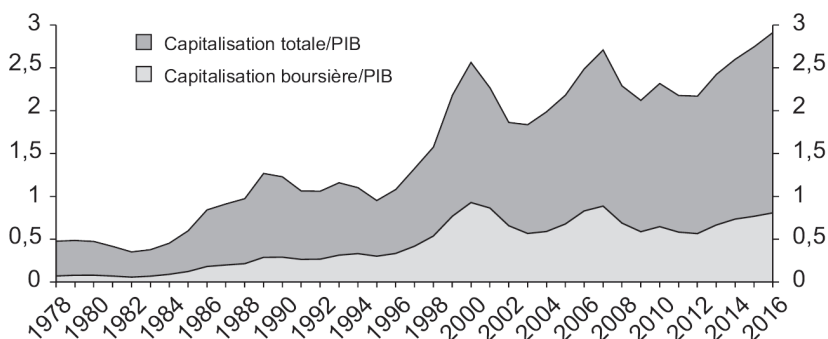
Les enquêtes CPIS portent sur la période 2001-2016 et concernent les placements en capitaux propres et titres d'OPC, c'est-à-dire l'item comptable F5 (F51 + F52) et non l'item F51 au cœur de notre étude. C'est donc par rapport à ce total que les données du FMI doivent être comparées. Les titres d'OPC représentaient 1 % des investissements des non-résidents au milieu des années 1990 pour en représenter aujourd'hui 15 %. Les résultats des

enquêtes CPIS sont divulgués en dollars qu'il s'agit de convertir via le taux de change du FMI. L'enquête du FMI présente les portefeuilles des investisseurs par pays d'origine, et il faut donc sélectionner les pays pertinents pour reconstituer les investissements en portefeuille à destination de la France. Pour ce faire, nous avons d'abord sélectionné parmi les pays de l'OCDE ceux qui ont les plus grands niveaux d'actifs sous gestion de la part de leurs fonds de pension et de leurs compagnies d'assurance. Nous avons ensuite retenu les seuls pays ou groupes de pays qui étaient comptables d'au moins 1 % des actions et titres d'OPC français en possession des non-résidents. Cette sélection permet d'avoir une excellente couverture des pays réalisant des investissements de portefeuille en France, et qui correspond aux principaux pays réalisant les IDE en France. Enfin il convient de noter que notre méthode n'est pas à l'abri d'une possible surestimation de la position de certains pays dans leurs investissements de portefeuille en France. Si le total des IDE et des investissements de portefeuille ne dépasse jamais 100 % du total des actions et titres d'OPC détenus par les non-résidents tels qu'évalués par les comptes de patrimoine, nous atteignons en fin de période un total de 99,7 %, ce qui laisse peu de place pour l'ensemble des pays non pris en compte dans cette étude (du fait de notre méthode ou simplement de leur absence dans l'enquête CPIS). Quoi qu'il en soit, les chiffres présentés ici ne prétendent pas décrire l'exacte réalité de l'actionnariat étranger en France, mais tout au plus de donner quelques ordres de grandeur sur la localisation de ces investisseurs.

L'ANALYSE MACROÉCONOMIQUE DE L'ACTIONNARIAT EN FRANCE

La capitalisation française a considérablement augmenté depuis la fin des années 1970 (cf. graphique 1 *infra*). Alors qu'elle pesait la moitié du PIB en 1978, elle correspond aujourd'hui à trois années de PIB, les principales augmentations se réalisant au moment des privatisations de 1986 et à partir du début de l'éclatement du cœur financier français en 1997, dans le contexte de la bulle tirée par le secteur des nouvelles technologies. Il convient de noter que la croissance de la capitalisation non boursière est sans doute tirée par la croissance des groupes de sociétés. Le nombre de sociétés appartenant à un groupe a en effet augmenté de 9 200 à 44 700 entre 1980 et 1995 (Chabanas et Vergeau, 1997)⁶. La capitalisation boursière a quant à elle progressé de manière continue de 15 % de la capitalisation totale à près de 30 % aujourd'hui, avec un pic de près de 40 % en 2001.

Graphique 1
Capitalisation des sociétés françaises



Notes : (1) pour les comptes en base 2000, le total des actions émises par les sociétés résidentes (au passif) correspond au total des actions des sociétés domestiques détenues par les secteurs institutionnels (à l'actif). Pour les comptes en base 2010, en revanche, seule la capitalisation boursière est égale à l'actif et au passif. La capitalisation non boursière au passif correspond à près de 90 % de la capitalisation non boursière détenue à l'actif. L'information est donc présentée pour le total de l'actif. (2) Pour comparaison avec le PIB, la capitalisation en t est la moyenne des capitalisations en fin d'années t et $t - 1$.

Sources : PIB en euros courants, Insee ; comptes de patrimoine non consolidés (base 2000 pour 1977-2009, base 2010 pour 2012-2016, interpolation pour 2010-2011), total des actions domestiques (F51) détenues par l'ensemble des secteurs institutionnels, Banque de France ; calculs de l'auteur.

Nous allons voir dans cette section que l'histoire de l'actionnariat français est fortement marquée par diverses phases qui affectent plus ou moins certains types d'actionnaires. Les grandes étapes que l'on retrouve dans la description ci-dessous sont les suivantes :

- les nationalisations de 1982 ;
- les privatisations de 1986 et 1993 :
 - qui s'accompagnent de la mise en place d'un cœur financier (Dupuy et Morin, 1993 ; Morin, 1998) fait de noyaux durs – un groupe d'actionnaires constitué de l'État, de salariés et surtout d'autres grandes sociétés financières et non financières,
 - au moment où se développe la gestion d'actif en France à partir du milieu des années 1980,
 - et alors que le début des années 1990 est marqué par l'adoption de la liberté de circulation des capitaux en Europe qui favorise le développement d'un actionnariat non résident ;
- l'éclatement du cœur financier français en 1997 qui ouvre la voie à la montée massive des investisseurs institutionnels étrangers, nord-américains essentiellement ;
 - les Pays-Bas et le Luxembourg qui, à partir de 2005 notamment, assurent la fonction de paradis fiscaux européens, tant pour les actionnaires français que nord-américains ;

– la crise de 2007-2008 qui se traduit par des fuites de capitaux et la nécessité pour certaines entreprises de se recapitaliser, et qui marque aussi l'accélération de la prise de contrôle de groupes français par des groupes étrangers.

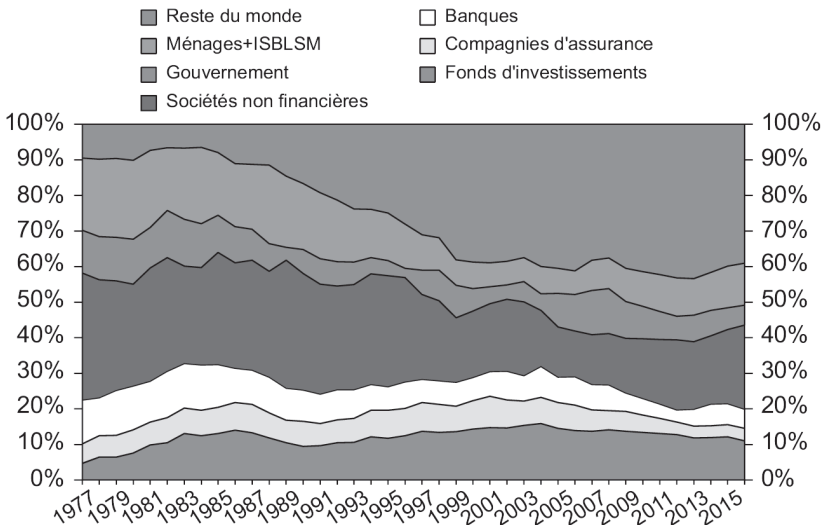
L'actionnariat résident

Les graphiques 2 (*infra*) montrent l'évolution de la composition de l'actionnariat des sociétés cotées et non cotées. Le secteur des ménages a vu sa part dans les sociétés cotées diminuer de 20 % à 12 %, alors que sa part dans les sociétés non cotées a augmenté de 12 % à 17 %. Cela témoigne, pour le coté, de l'intermédiation financière croissante de l'actionnariat propre à la finance de marché dans un grand nombre de pays où les investisseurs institutionnels se sont en effet substitués aux petits porteurs (Rydqvist *et al.*, 2014). L'actionnariat familial, plus concentré, semble connaître quant à lui une relative stabilité sur le coté et le non-coté (Forth et Reberieux, 2016, tableau, p. 51 ; Ginglinger, 2018).

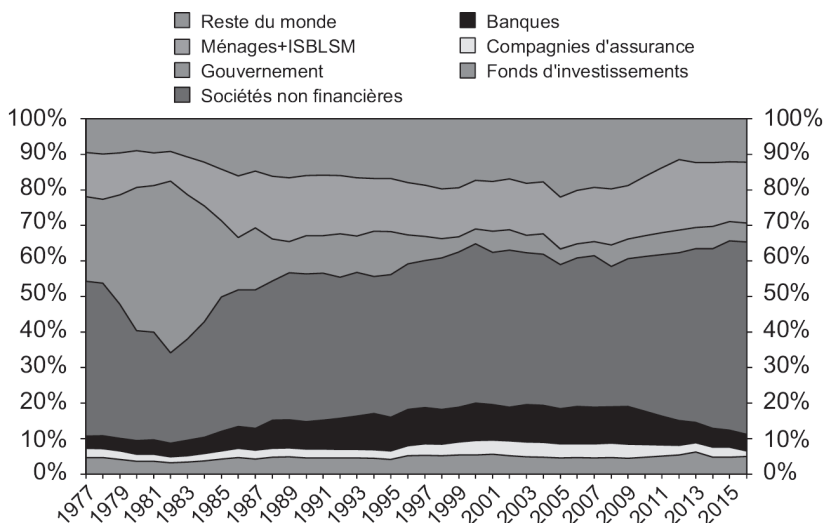
Graphiques 2

Composition de l'actionnariat des sociétés cotées et non cotées françaises

Graphique 2a
Sociétés cotées



Graphique 2b
Sociétés non cotées



Sources des deux graphiques : comptes de patrimoine non consolidés (base 2000 pour 1977-2009, base 2010 pour 2010-2016, interpolation linéaire pour 2010-2011), total des actions domestiques (F51) détenues par l'ensemble des secteurs institutionnels, Banque de France ; calculs de l'auteur.

L'ensemble des sociétés financières résidentes détenait 22 % du capital coté en début de période, de 30 % à 25 % de 1983 à 2004, avant de voir sa part progressivement retomber vers les 20 % en 2016. La progression la plus forte vient du secteur des fonds d'investissement et autres intermédiaires financiers dont la part a augmenté de 5 % à 14 % à partir de 1986 jusqu'en 2009, avec un creux autour de 10 % au début des années 1990 et en fin de période. On pourra attribuer ces évolutions aux réformes du secteur bancaire et financier du début des années 1980 qui ont permis le développement de la gestion d'actifs en France. Il n'est pas possible de savoir si le déclin de fin de période est conjoncturel ou ressort d'une logique plus profonde, comme la relocalisation de la gestion de portefeuille via des filiales étrangères. Le poids des banques a diminué de moitié sur la période, de 10 % à 5 %, mais cela ne doit pas masquer leur présence réelle par le biais de leurs filiales de gestion d'actifs. Les compagnies d'assurance ont quant à elle progressé de 5 % à 9 % jusqu'en 2001 pour redescendre à 3 %, notamment après 2009. Cette évolution est sans doute la marque de leur position dans le cœur financier français dans les années 1990 (Morin et Rigamonti, 2002). Leur poids relatif en fin de période témoigne en revanche de leur frilosité quant à la détention d'actifs de long terme que sont les actions des sociétés françaises, ou alors elles

aussi ont procédé à une délocalisation de leurs activités de gestion d'actifs⁷.

Les sociétés financières détenaient 11 % des actions non cotées en 1977 pour atteindre 20 % à la fin des années 1990 après avoir entamé une hausse dès 1985. Depuis 2009, elles ont entamé une décrue directe de leurs participations qui se situent à nouveau à 11 % de la capitalisation non boursière en 2016. Ce sont les banques qui ont constitué la principale hausse des sociétés financières sur le non-coté avec un poids passant de 4 % en 1977 à 10 % du début des années 1990 à 2010 avant de rechuter à 5 %. Ce poids non négligeable des banques sur le non-coté ne peut s'expliquer que de deux manières : par le développement massif de filiales résidentes ou par une forte implication dans le *private equity*. Sur l'ensemble des capitalisations, la progression du secteur financier aura été de 12 % à 14 % sur 1977-2016 avec un pic à 24 % en 2001.

Le secteur des sociétés non financières a détenu près du 1/3 de la capitalisation boursière jusqu'en 1996, avant de passer au 1/4 en 1997 et décroître jusqu'à 15 % en 2009. On notera depuis une remontée progressive jusqu'à 24 % de la capitalisation boursière. Si l'évolution à partir de 1997 s'explique très bien par l'éclatement des noyaux durs, la progression en fin de période mérite des recherches supplémentaires. S'agit-il d'un renforcement du contrôle par des groupes non financiers français, ou alors d'un simple effet de la mise sur le marché de filiales détenues par les grands groupes avant leurs cessions aux plus offrants ? Nous ne sommes pas en mesure de trancher entre ces deux hypothèses. Sur le non-coté, hormis le creux du début des années 1980, le poids des sociétés non financières est resté autour de 40 % de la capitalisation non boursière, avant d'entamer une remontée à partir de 2009 pour atteindre 55 % en 2016.

Pour ce qui concerne les détentions de l'État, celles-ci sont passées d'environ 10 % de la capitalisation boursière au cours des années 1980 à une moyenne de 6 % sur 1989-2005, témoignant du retrait de l'État dans le capital des grandes firmes cotées. La remontée à 10 % sur la seconde moitié des années 2000 tient surtout à la privatisation et la mise sur le marché de GDF dont l'État continue à être un actionnaire. En fin de période, les participations publiques sont retombées à 6 % de la capitalisation boursière. On notera cependant que le poids des participations publiques dans la capitalisation cotée est minoré dans les comptes de patrimoine, puisque les participations de la Caisse des Dépôts ou de CNP Assurances sont comptabilisées parmi celles des sociétés financières.

Pour ce qui est du poids de l'État dans les sociétés non cotées, il convient de noter la vision spectaculaire qu'offrent les comptes de

patrimoine quant au processus de nationalisation du début des années 1980. Le gouvernement a détenu jusqu'à 48 % de la capitalisation non cotée en 1982 (43 % de l'ensemble de la capitalisation étant donné le faible poids des sociétés cotées à cette époque). Si l'on considère en plus que les sociétés financières ont été largement nationalisées en 1982 (39 banques et deux compagnies financières), on peut légitimement ajouter aux détentions publiques directes 5 ou 10 points de pourcentage correspondant aux détentions du secteur financier. L'État a pu ainsi détenir la moitié de la capitalisation française. On notera que l'augmentation du poids relatif des capitalisations détenues par l'État s'opère davantage avant 1982 du fait d'une meilleure valorisation des participations publiques que privées (les changements de volume intervenant surtout en 1982). En effet, la valeur à prix constant des participations publiques non cotées connaît des taux de variation de 60 % sur 1979-1980, alors que les taux de variation des autres secteurs institutionnels sont de 10 %-15 %. Inversement, de 1983 à 1986, les participations publiques ont des taux de variation inférieurs à 20 % quand les participations privées ont des taux de variation de 60 % à 80 %. Viennent alors les premières privatisations qui réduisent le poids relatif de l'État, tant sur la capitalisation cotée que non cotée.

86

En termes de gouvernance, le fait marquant des actionnaires résidents est le développement des intermédiaires financiers qui se substituent aux ménages. Les gestionnaires d'actifs, moins passifs que des petits porteurs, ont donc un rôle plus important dans la détermination du prix des titres, dans les votes en assemblées générales ou même dans le contrôle des sociétés non cotées. La diminution relative du secteur financier à partir du milieu des années 2000 ne doit pas faire croire à une baisse de régime car, comme nous allons le voir maintenant, nous pouvons suspecter que cette tendance masque en réalité une stabilité ou une croissance de la gestion d'actifs français qui transite désormais par d'autre pays, et tombe de fait dans la catégorie de l'actionnariat non résident.

L'actionnariat non résident

Le fait le plus marquant qu'offrent à voir les comptes de patrimoine est la forte progression de l'actionnariat étranger sur la capitalisation boursière française, dont 10 % étaient détenus par les non-résidents en 1977 contre près de 40 % à partir de 2000 jusqu'à aujourd'hui. La rupture se réalise tout au long des années 1990 selon un processus qui a été bien analysé (Morin, 1998 ; Morin et Rigamonti, 2002 ; Coriat, 2008). Les non-résidents détiennent 11 % de la capitalisation boursière en 1988 et le quart à partir de 1993, à la suite de l'ouverture des marchés de capitaux en Europe et vis-à-vis des États-Unis. À la suite de

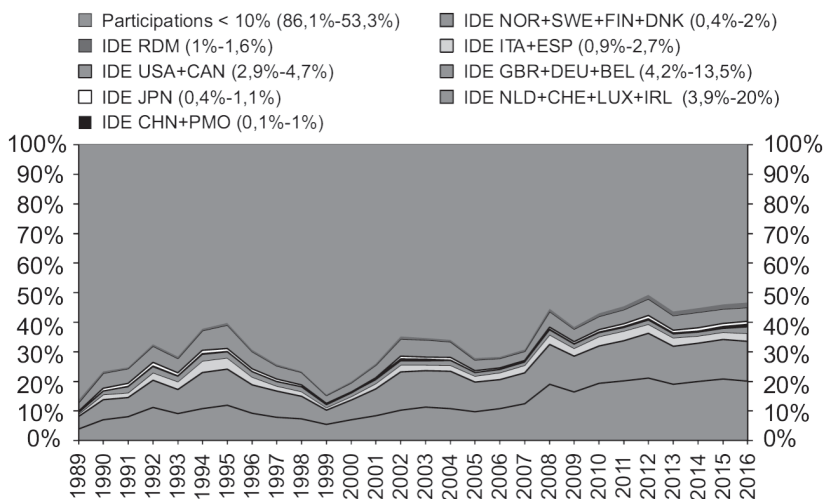
l'éclatement du cœur financier français, les non-résidents détiennent près du tiers des capitaux en 1997 pour atteindre trois ans plus tard le niveau de 40 % qu'ils ont actuellement.

Il convient de noter ici que ces chiffres sur les poids relatifs sous-estiment la progression de l'influence des non-résidents sur les groupes français. Toutes les sociétés qui délocalisent leur siège social ne rentrent plus en effet dans le périmètre de notre étude. Or de nombreuses sociétés cotées françaises ont procédé à de telles délocalisations pour des raisons fiscales, ou lors de fusions-acquisitions par un groupe étranger. On peut citer les exemples du groupe Arcelor qui, en 2002, lors de la fusion entre le français Usinor, le luxembourgeois Arbed et l'espagnol Aceralia choisit le Luxembourg pour localiser son siège social, localisation que conservera Mittal lors du rachat d'Arcelor en 2006. De même, plus récemment, on peut relever les rachats de Rhodia par le groupe belge Solvay, de Lafarge par le suisse Holcim, d'Alstom par General Electric et Siemens, d'Alcatel-Lucent par Nokia ou de Technip par FMC. Dès lors que ces opérations s'accompagnent d'une délocalisation du siège social du groupe racheté, ce sont des pans entiers de la capitalisation boursière française sous contrôle étranger qui sortent des statistiques des comptes de patrimoine. Les filiales françaises non cotées de ces groupes rentrent quant à elles dans la catégorie des actions détenues par les non-résidents, mais cette progression n'est pas visible puisque depuis 2008, sur le non-coté, la part détenue par les non-résidents chute de 20 % à 12 %. On verra néanmoins dans le paragraphe suivant une nette progression sur les IDE. Au total, c'est 20 % de la capitalisation française totale qui est aujourd'hui détenue par des actionnaires non résidents, contre 10 % au début des années 1980.

Toute la question qui se pose sur le secteur non résident est bien sûr celle de la localisation et du type de ces investisseurs. Le graphique 3 (*infra*) donne d'abord la répartition des types de participations, de contrôle ou de portefeuille, de 1989 à 2016, avec des données homogènes sur 2000-2016. Il faut avoir à l'esprit que sur la période 2000-2016, les détentions cotées des non-résidents représentent en moyenne 52 % du total des détentions des non-résidents (37 % pour la période 1989-1999). Les investissements en portefeuille représentent quant à eux 62 % du total des détentions sur 2000-2016 (73 % pour 1989-1999). Les investissements en portefeuille se réalisent donc à la fois sur le coté et le non-coté, d'autant plus que des investissements directs ont probablement lieu sur le coté. Les IDE ont connu une progression importante notamment à partir de 2008. Parmi les IDE en capitaux propres, on retrouve principalement le Royaume-Uni, l'Allemagne et la Belgique qui atteignent 13,5 % des actions détenues par les

non-résidents en 2016. Les États-Unis et le Canada comptent pour 5 % des actions en fin de période, l'Italie et l'Espagne pour 3 %, et le Japon pour 1 %. La Chine et les pays du Proche et Moyen-Orient se situent à 1 % du total des actions françaises. Le poids du Qatar ou de la Chine n'est pas ce qu'il y a de plus important en France, même si leur présence est visible dans l'actionnariat des grandes sociétés cotées.

Graphique 3
Encours d'IDE et d'investissements de portefeuille en capitaux propres des non-résidents



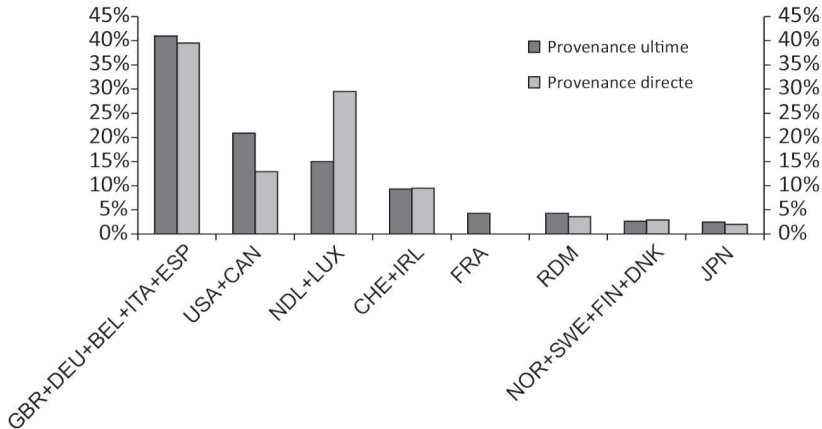
Note : les nombres entre parenthèses correspondent aux valeurs en début et fin de période.
 RDM : reste du monde ; CAN : Canada ; JPN : Japon ; CHN : Chine ; PMO : ancien territoire de l'Empire ottoman ; NOR : Norvège ; SWE : Suède ; FIN : Finlande ; DNK : Danemark ; ITA : Italie ; ESP : Espagne ; GBR : Grande-Bretagne ; DEU : Allemagne ; BEL : Belgique ; NLD : Pays-Bas ; CHE : Suisse ; LUX : Luxembourg ; IRL : Irlande.

Sources : OCDE (BMD3) pour les IDE 1989-1999 et Banque de France (BMD4) pour les IDE 2000-2016 ; Banque de France, comptes non consolidés (base 2000 pour 1989-2009, base 2010 pour 2012-2016, interpolation linéaire pour 2010-2011) pour le total des actions et participations (F51) détenues par les non-résidents.

L'ensemble de ces pays est devancé par le groupe Pays-Bas, Luxembourg, Suisse, Irlande qui atteint 20 % des actions détenues par les non-résidents en 2016. La progression de ce groupe est essentiellement tirée par le Luxembourg qui représente 3 % du groupe en 1989, 12 % en 1999, 24 % en 2003, 34 % en 2006 et près de 40 % en 2016. Le graphique 4 (*infra*), qui compare la provenance ultime des IDE et la provenance directe des IDE en France, permet d'éclairer le rôle spécifique du Luxembourg et des Pays-Bas. Il apparaît en effet qu'au cours des années 2000, 14 % des IDE en France sont en provenance directe du Luxembourg et des Pays-Bas, mais sont réalisés de manière

ultime par des groupes originaires d'autres pays. Le Luxembourg et les Pays-Bas sont les deux seuls pays à présenter de tels écarts négatifs entre les IDE directs et ultimes, et il est aisé d'identifier l'origine ultime de ces 14 % en observant les écarts positifs des autres pays : 4 % des IDE en France sont réalisés par un groupe français via une filiale non résidente, et 8 % sont réalisés par un groupe états-unien via une filiale non états-unienne ; les 2 % restants se répartissent à parts égales entre les autres pays européens et le reste du monde. Le graphique 5 (*infra*) présente l'évolution des IDE en France réalisés par des groupes états-uniens et français via leurs filiales étrangères, ainsi que les IDE transitant par le Luxembourg et les Pays-Bas. La progression conjointe des IDE ultimes non luxembourgeois qui transitent par le Luxembourg et des IDE réalisés par des groupes français est saisissante. De même, la progression des IDE en provenance indirecte des États-Unis explique la hausse des IDE en provenance directe du Luxembourg en 2005. Un constat similaire peut être effectué pour les Pays-Bas dont la progression des IDE en France entre 2005 et 2008 semble également être tirée par les États-Unis. Cette fonction de plate-forme d'investissement qu'assurent ces deux pays témoigne du caractère central qu'ils ont acquis dans l'optimisation fiscale en Europe.

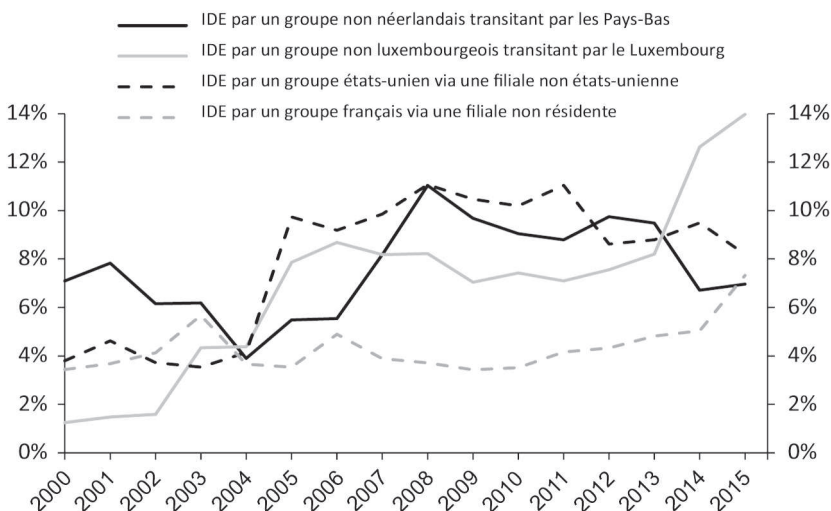
Graphique 4
Provenance directe et ultime des IDE en France, 2000-2015



GBR : Grande-Bretagne ; DEU : Allemagne ; BEL : Belgique ; ITA : Italie ; ESP : Espagne ; CAN : Canada ; NLD : Pays-Bas ; LUX : Luxembourg ; CHE : Suisse ; IRL : Irlande ; FRA : France ; NOR : Norvège ; SWE : Suède ; FIN : Finlande ; DNK : Danemark ; RDM : reste du monde ; JPN : Japon.

Sources : IDE en capitaux propres directs et ultimes en pourcentage du total des IDE en capitaux propres en France (moyenne sur 2000-2015), Banque de France (BMD4) ; calculs de l'auteur.

Graphique 5
Évolution des IDE ultimes en France



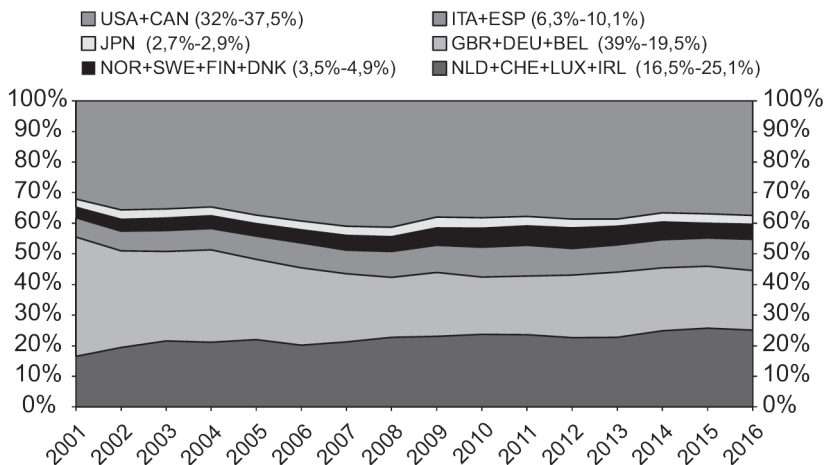
Lecture : en 2015, 14 % des IDE en France sont en provenance directe du Luxembourg, mais sont réalisés de manière ultime par des groupes non luxembourgeois, et 7 % des IDE en France sont réalisés par un groupe français via une filiale non résidente.

90

Sources : IDE en capitaux propres directs et ultimes en pourcentage du total des IDE en capitaux propres en France ; Banque de France (BIMD4) ; calculs de l'auteur.

Parmi les investissements en portefeuille, comme le montre le graphique 6 (*infra*), la plus grande part revient au groupe États-Unis-Canada (dont les États-Unis comptent à hauteur de 93 %). Les États-Unis détiennent ainsi près du 1/3 des investissements de portefeuille réalisés en France. La montée des investisseurs institutionnels américains dans le capital des firmes françaises à la fin des années 1990 trouve son expression dans ces grandeurs. La gestion d'actif européenne n'est pas en reste puisqu'elle constitue le reste des investissements en portefeuille⁸. On notera principalement la baisse relative du groupe Royaume-Uni, Allemagne, Belgique au profit du groupe Pays-Bas, Luxembourg, Irlande, Suisse, une fois encore tiré par le Luxembourg qui en représente 43 % en 2001 et 63 % en 2016. Le Luxembourg est ainsi aujourd'hui responsable de plus de 15 % des investissements de portefeuille par les non-résidents en France. Sans doute la baisse des intermédiaires financiers français dans la détention des actions françaises que nous avons relevée trouve-t-elle une explication dans ces évolutions, la gestion d'actifs transitant désormais par le Luxembourg.

Graphique 6
Origine des investissements de portefeuille en actions
et titres d'OPC français par les non-résidents



CAN : Canada ; JPN : japon ; NOR : Norvège ; SWE : Suède ; FIN : Finlande ; DNK : Danemark ; ITA : Italie ; ESP : Espagne ; GBR : Grande-Bretagne ; DEU : Allemagne ; BEL : Belgique ; NLD : Pays-Bas ; CHE : Suisse ; LUX : Luxembourg ; IRL : Irlande.

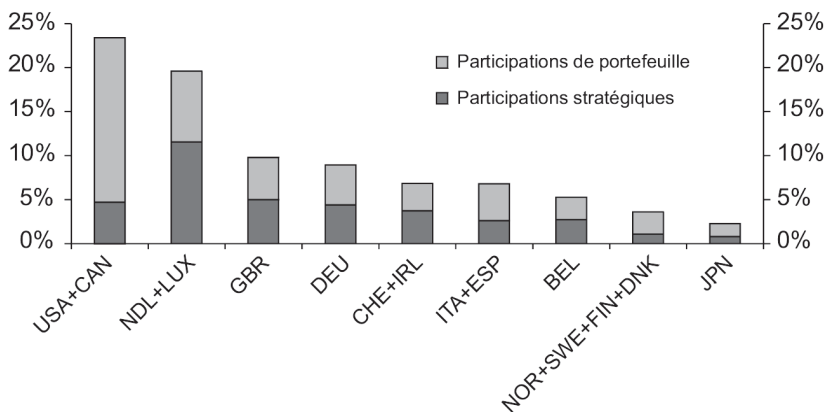
Note : le total correspond à la somme des investissements de portefeuille en France réalisés par les seize pays considérés. Les nombres entre parenthèses correspondent aux valeurs en début et fin de période.

Sources : FMI ; enquête CPIS ; calculs de l'auteur.

91

Au final, lorsqu'on considère tant les investissements de portefeuille que les IDE en capitaux propres, on obtient le résultat selon lequel les titres d'OPC et les actions cotées et non cotées des sociétés françaises détenus par les non-résidents proviennent pour près de la moitié d'entre eux des États-Unis, du Luxembourg et des Pays-Bas. Le graphique 7 (*infra*) montre clairement que les investisseurs nord-américains sont les grands acteurs de la gestion de portefeuille, tandis que les participations stratégiques proviennent essentiellement des Pays-Bas et du Luxembourg. Ces deux derniers pays sont néanmoins d'importants détenteurs d'investissements de portefeuille qui constituent 40 % de leurs participations en France. Enfin il ne faut pas omettre de considérer les ultimes détenteurs de ces participations : d'une part, les États-Unis et la France constituent l'essentiel des IDE transitant par le Luxembourg et les Pays-Bas, faisant des États-Unis le premier détenteur ultime d'IDE en France ; d'autre part, si ces pays sont fiscalement avantageux pour les propriétaires français et américains, il est probable qu'une dynamique similaire soit à l'œuvre dans la croissance des investissements de portefeuille du Luxembourg, au profit donc de la gestion d'actif française ou états-unienne.

Graphique 7
Origine et type de prise de participations en actions
et titres d'OPC français par les non-résidents, 2001-2016



CAN : Canada ; NLD : Pays-Bas ; LUX : Luxembourg ; GBR : Grande-Bretagne ; DEU : Allemagne ; CHE : Suisse ; IRL : Irlande ; ITA : Italie ; ESP : Espagne ; BEL : Belgique ; NOR : Norvège ; SWE : Suède ; FIN : Finlande ; DNK : Danemark ; JPN : Japon.

Sources : Banque de France (BMD4) pour les participations stratégiques (IDE en capitaux propres) ; enquête CPIS pour les investissements de portefeuille en actions et titres d'OPC, FMI ; comptes de patrimoine non consolidés (base 2010) pour le total des actions, participations et titres d'OPC (F5) détenus par les non-résidents, Banque de France ; calculs de l'auteur.

92

En termes de gouvernance, le contrôle des entreprises françaises par des groupes nord-américains et européens essentiellement, apparaît être la tendance qui s'est accélérée depuis 2008. La croissance des détentions de portefeuille par les États-Unis peut être attribuée quant à elle aux gestionnaires d'actifs de ce pays qui peuvent donc exercer une influence toujours plus forte sur les sociétés cotées françaises, non seulement par la liquidité et leur rôle dans la détermination du prix des titres, mais aussi par leurs interventions en assemblées générales, qui s'opèrent de plus en plus par le biais de quelques *proxy advisors* qui uniformisent les pratiques de vote. Enfin la création de valeur pour l'actionnaire, qui a été portée en partie par les intermédiaires financiers depuis les années 1990 en Europe, a connu un renforcement récent via la localisation des métiers de la gestion d'actifs dans les paradis fiscaux européens.

L'actionnariat du CAC 40

Si l'on se focalise maintenant sur l'actionnariat du CAC 40, on peut d'abord constater que la présence d'actionnaires non-résidents sur le CAC 40 tire l'évolution de la présence de non-résidents dans les sociétés cotées françaises : alors que les non-résidents détiennent 43 % du CAC 40 en moyenne sur 1999-2016 (Guette-Khiter, 2017, p. 5), les comptes de patrimoine révèlent une présence moyenne de 40 % sur

l'ensemble des sociétés cotées. On notera toutefois, dans le cas du CAC 40, la forte progression de 36 % à 46 % entre 1999 et le milieu des années 2000, avant le repli caractéristique de la panique boursière de 2007, pour une détention qui se situe aujourd'hui à 45 %, contre 39 % pour l'ensemble des sociétés cotées.

Pour ce qui est des sociétés cotées, comme nous l'avons indiqué dans la partie décrivant les types d'actionnaires, il est intéressant de se pencher sur le détail des structures de propriété, ce que fait le tableau (*infra*). Il apparaît que la moitié des sociétés ayant appartenu au CAC 40 ont un premier actionnaire qui détient plus de 10 % du capital et ce de manière stable sur la période 2002-2017, mais la moyenne sur l'ensemble du CAC 40 indique une importance moindre du premier actionnaire au cours du temps (une baisse de sa détention de 20 % à 15 %). Si l'on regarde les détentions des cinq premiers actionnaires, pour tenir compte de la réalité complexe des structures de propriété du CAC 40, on constate que ceux-ci détiennent de manière stable plus de 25 % du capital dans la moitié des sociétés, ce qui est largement suffisant pour en détenir le contrôle. La moyenne d'une détention de 30 % par les cinq premiers actionnaires est également stable sur la période. Tout cela indique une tendance à la réduction du poids du premier actionnaire et une complexification des structures de propriété avec des détenteurs de blocs d'actions secondaires qui prennent un poids relatif plus important (de 37 % à 47 % sur la moyenne des cinq premiers actionnaires).

On peut observer la composition de ce bloc en distinguant les actionnaires stables, stratégiques, qui s'inscrivent dans la durée (comme l'État⁹, les employés, d'autres sociétés qui ont des prises de participations stratégiques, des familles, ou des fonds souverains). Le tableau (*infra*) considère ces actionnaires stratégiques au sein du bloc des cinq premiers actionnaires. La moitié des firmes a des actionnaires stratégiques qui détiennent au moins 10 % du capital, mais la participation moyenne de ces actionnaires diminue malgré tout de 22 % à 15 % sur la période 2002-2017 sur l'ensemble du CAC 40, témoignant de la montée d'un actionnariat plus volatil ou plus activiste parmi les premiers actionnaires. Par ailleurs, si l'on retire l'État et les employés de cette catégorie, on constate que la baisse de l'actionnariat stratégique tient essentiellement à la diminution des participations d'autres sociétés ou d'actionnaires individuels/familiaux. Le bloc État-employés est quant à lui stable autour de 7 % en moyenne, mais il ne concerne en réalité qu'une minorité de sociétés, la moitié du CAC 40 n'ayant pas d'actionnaires stratégiques si l'on exclut l'État et les employés.

**Tableau
Concentration de l'actionariat du CAC 40**

Années	N	Détentions des actionnaires stratégiques parmi les cinq premiers actionnaires										Détentions des fonds activistes parmi les cinq premiers actionnaires	
		% détenu par le premier actionnaire		% détenu par les cinq premiers actionnaires		Total		Total hors État et hors employés		Détentions des fonds souverains			
		Moy.	Méd.	Moy.	Méd.	Moy.	Méd.	Moy.	Méd.	Moy.	Méd.	Moy.	Méd.
2002	58	20	10	31	25	22	13	16	4	0	0	4	2
2003	56	18	9	29	21	21	11	15	3	0	0	3	2
2004	55	15	9	26	22	17	9	11	0	0	0	4	2
2005	58	16	9	28	22	19	9	10	2	0	0	4	2
2006	59	17	9	29	23	19	8	10	0	0	0	5	2
2007	58	18	11	32	27	19	8	11	0	0	0	7	4
2008	59	17	12	32	26	19	8	12	0	0	0	7	3
2009	59	17	11	31	26	19	9	11	0	1	0	6	3
2010	58	17	11	32	29	19	11	12	0	1	0	5	4
2011	57	17	10	31	26	19	11	11	0	2	2	5	3
2012	58	17	10	30	25	19	11	12	0	2	2	5	3
2013	58	16	11	29	25	17	9	10	0	2	1	5	2
2014	58	16	10	28	26	16	9	9	0	2	1	4	2
2015	56	15	10	28	24	16	9	8	0	2	1	4	3
2016	57	15	10	27	24	16	9	8	0	2	1	4	3
2017	56	15	10	28	25	15	9	9	0	2	0	4	2
<i>Total</i>	<i>920</i>	<i>17</i>	<i>10</i>	<i>29</i>	<i>25</i>	<i>18</i>	<i>9</i>	<i>11</i>	<i>0</i>	<i>1</i>	<i>0</i>	<i>5</i>	<i>2</i>

Sources : Thomson One Banker Ownership ; calculs de l'auteur.

Parmi les actionnaires stratégiques, le tableau (*supra*) présente également la progression des fonds souverains qui sont présents dans la moitié des firmes de 2011 à 2016, mais avec des participations faibles. Aussi faibles soient-elles, ces participations s'accompagnent souvent d'une représentation au sein des conseils d'administration comme nous l'avons rappelé précédemment. Le tableau présente aussi les pourcentages détenus par des actionnaires plus agressifs comme des *hedge funds* ou des fonds spécialisés dans le *private equity* – définis ici comme « non stratégiques », mais néanmoins activistes. Lorsqu'ils sont présents dans le capital d'une firme, ces actionnaires peuvent souvent exiger des places au sein des conseils, avec pour but de dégager une rentabilité importante sur une courte période de temps. Ce type d'actionnaires est présent dans la moitié des firmes, et avec une participation moyenne de 5 % sur l'ensemble du CAC 40, et une légère hausse sur la période 2007-2012.

En termes de gouvernance, ces évolutions montrent la grande stabilité de la concentration actionnariale depuis le début des années 2000, généralement accompagnée d'une capacité à se faire représenter au sein des conseils d'administration. Les équilibres de pouvoir dans les structures de gouvernance se trouvent néanmoins modifiés par une baisse du poids du premier actionnaire et une augmentation relative de la part des quatre actionnaires suivants. Parmi ceux-ci, il convient de noter la montée des fonds souverains et des fonds activistes qui accompagnent généralement leurs participations d'une présence dans les instances de gouvernance. Cela explique peut-être pourquoi l'État et les employés détiennent une part constante du capital sur la période, comme contre-pouvoir face à l'activisme de ces nouveaux actionnaires.

95

CONCLUSION

Dans cet article nous avons retracé l'évolution de l'actionnariat d'un point de vue macroéconomique à l'aide des comptes de patrimoine de 1977 à 2016. La forte tendance qui se dégage est le poids croissant des actionnaires étrangers dans le capital des firmes cotées. Les États-Unis et le Luxembourg constituent l'origine principale des détenteurs de titres des sociétés françaises en ce début de XXI^e siècle, tant pour les participations de contrôle que pour les investissements de portefeuille. Nous avons pu montrer que les participations de contrôle détenues par des actionnaires luxembourgeois recouvrent en partie des participations de groupes français et nord-américains, et l'on peut suspecter que ce pays joue un rôle clé pour l'industrie de la gestion d'actifs française et américaine. Une étude plus précise de l'actionnariat du CAC 40 de 2002 à 2017 montre une complexification des structures de propriété, avec une baisse du poids du premier actionnaire et une augmentation relative du poids des autres principaux actionnaires. Avec un bloc

État-employés relativement stable, l'autre caractéristique de l'actionnariat du CAC 40 est la présence de fonds souverains et de fonds activistes, tous deux capables d'exiger des sièges au sein des conseils d'administration, mais avec des objectifs temporels différents.

NOTES

1. Voir aussi sur le sujet : Lordon (2002) ; Morin et Rigamonti (2002) ; Plihon et Ponsard (2002) ; Aglietta et Rebérioux (2004) ; Coriat (2008).
2. Dans la plupart des pays, la régulation sur les fusions et acquisitions considère que le contrôle de fait existe à partir de 25 % ou 30 % du capital, seuil à partir duquel un actionnaire doit lancer une OPA pour donner l'opportunité aux autres actionnaires minoritaires de vendre leurs parts à bon prix (cf., par exemple, Barca et Becht, 2001). Le manuel des balances des paiements du FMI retient également le seuil de 10 % pour distinguer un investissement de portefeuille d'une participation de contrôle dès lors nommée investissement direct à l'étranger (IDE).
3. Pour une analyse conjointe du droit des actionnaires de contrôle et des actionnaires minoritaires, voir Auvray (2014).
4. Il existe une littérature sur les structures de propriété complexes et les grands actionnaires multiples : Zwiebel (1995), Pagano et Röell (1998), Edmans et Manso (2011) pour des travaux analytiques ; Maury et Pajuste (2005), Laeven et Levine (2008), Artig *et al.*, (2013) pour des travaux empiriques.
5. Keynes (1936) est en réalité le premier à avoir expliqué que le court-termisme est inhérent au marché boursier.
6. Le nombre de groupes a augmenté de 1 300 à 6 700 sur 1980-1995 sous l'effet d'une multiplication des microgroupes de moins de 500 salariés (comptant entre trois ou quatre sociétés), et les grands groupes de plus de 10 000 salariés ont, quant à eux, augmenté le nombre de leurs filiales, de 3 000 à 10 300 sur cette quinzaine d'années (Chabanas et Vergeau, 1997).
7. Les statistiques de l'OCDE soutiennent l'hypothèse de la réticence à détenir des actions : le portefeuille des assurances vie françaises était composé à hauteur de 30 % d'actions en 2006-2007, pour entamer une décline à partir de 2008 (24 % de l'actif) et se situer à 12 % en moyenne sur 2011-2016.
8. Pour les dernières années il est possible d'avoir dans les enquêtes CPIS une estimation du poids de la Chine qui représente moins de 1 % du total des investissements de portefeuille en France.
9. En plus des participations directes de l'État nous prenons en compte les participations de la CDC et de CNP Assurances.

96

BIBLIOGRAPHIE

- AGLIETTA M. et REBÉRIOUX A. (2004), *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, 394 p.
- ASKER J., FARRE-MENSA J. et LJUNGQVIST A. (2015), « Corporate Investment and Stock Market Listing: a Puzzle? », *Review of Financial Studies*, vol. 28, n° 2, pp. 342-390.
- ATTIG N., EL GHOU S., GUEDHAMI O. et RIZEANU S. (2013), « The Governance Role of Multiple Large Shareholders: Evidence from the Valuation of Cash Holdings », *Journal of Management & Governance*, vol. 17, n° 2, pp. 419-451.
- AUVRAY T. (2014), « Droit des actionnaires et concentration de la propriété en Europe », *Revue économique*, vol. 65, n° 2014/1, pp. 159-199.
- AUVRAY T. et BROSSARD O. (2016), « French Connections: Interlocking Directorates and Ownership Network in an Insider Governance System », *Revue d'économie industrielle*, n° 154, pp. 177-206.
- AUVRAY T., DALLERY T. et RIGOT S. (2016), *L'entreprise liquidée. La finance contre l'investissement*, Michalon.

- BANQUE DE FRANCE (2014), « Les comptes nationaux financiers en base 2010 », novembre
- BARATON M. et LEMASSON J. (2016), « Dans l'économie marchande, un salarié sur huit travaille dans une firme sous contrôle étranger », *INSEE Première*, n° 1611.
- BARCA F. et BECHT M. (dir.) (2001), *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press, 331 p.
- BAUDRU D. et KECHIDI M. (1998), « Les investisseurs institutionnels étrangers : vers la fin du capitalisme à la française ? », *Revue d'économie financière*, n° 48, pp. 67-78.
- BAUDRU D. et LAVIGNE S. (2001), « Investisseurs institutionnels et gouvernance sur le marché financier français », *Revue d'économie financière*, n° 63, pp. 91-105.
- BECHT M. (1999), « European Corporate Governance: Trading Off Liquidity Against Control », *European Economic Review*, vol. 43, pp. 1071-1083.
- BÉGUIN J.-M. et HECQUET V. (2015), « Avec la définition économique des entreprises, une meilleure vision du tissu productif », *Les entreprises en France*, Insee Références, pp. 27-38.
- BERLE A. A. et MEANS G. C. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, The Macmillan Company, 396 p., réédition de 1939.
- BROSSARD O., LAVIGNE S. et SAKINÇ M. (2013), « Ownership Structures and R&D in Europe: the Good Institutional Investors, the Bad and Ugly Impatient Shareholders », *Industrial and Corporate Change*, vol. 22, n° 4, pp. 1031-1068.
- CARNEY R. W. et CHILD T. B. (2013), « Changes to the Ownership and Control of East Asian Corporations between 1996 and 2008: the Primacy of Politics », *Journal of Financial Economics*, vol. 107, n° 2, pp. 494-513.
- CHABANAS N. et VERGEAU E. (1997), « Le nombre de groupes d'entreprises a explosé en 15 ans », *Insee Première*, n° 553.
- CLAESSENS S., DJANKOV S. et LANG L. H. P. (2000), « The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 58, n° 1/2, pp. 81-112.
- CORIAT B. (2008), « L'installation de la finance en France », *Revue de la régulation*, n° 3/4, <http://regulation.revues.org/6743>.
- DAVYDOFF D., FANO D. et QIN L. (2013), *Who Owns the European Economy? Evolution of the Ownership of EU-Listed Companies between 1970 and 2012*, rapport pour la Commission européenne.
- DJANKOV S., LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F. et SHLEIFER A. (2008), « The Law and Economics of Self-Dealing », *Journal of Financial Economics*, vol. 88, n° 3, pp. 430-465.
- DUPUY C. et MORIN F. (1993), *Le cœur financier européen*, Economica, 96 p.
- EDMANS A. et MANSO G. (2011), « Governance Through Trading and Intervention: a Theory of Multiple Blockholders », *The Review of Financial Studies*, vol. 24, n° 7, pp. 2395-2428.
- FACCIO M. et LANG L. H. P. (2002), « The Ultimate Ownership of Western European Corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 65, n° 3, pp. 365-395.
- FANG V. W., TIAN X. et TICE S. (2014), « Does Stock Liquidity Enhance or Impede Firm Innovation? », *Journal of Finance*, vol. 69, n° 5, pp. 2085-2125.
- FORTH J. et REBÉRIOUX A. (2016), « Workplace Structure and Governance: How Do Employers Differ between Britain and France? », in Amossé T., Bryson A., Forth J. et Petit H. (éd.), *Distant Neighbours? Workplace Employment Relations in Britain and France*, Palgrave, pp. 27-60.
- GINGLINGER E. (2018), « Familles actionnaires », *Revue d'économie financière*, vol. 130.
- GUETTE-KHITER C. (2017), « La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à la fin de l'année 2016 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 123, pp. 5-14.
- GUTIÉRREZ G. et PHILIPPON T. (2017), « Investment-Less Growth: an Empirical Investigation », *Brookings Papers on economic activity*.
- HECHT J. (2014), « Is Net Stock Issuance Relevant to Capital Formation? Comparing Heterodox Models of Firm-Level Capital Expenditures Across the Advanced and Largest Developing Economies », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 38, n° 5, pp. 1171-1206.
- HOLDERNESS C. G. (2009), « The Myth of Diffuse Ownership in the United States », *Review of Financial Studies*, vol. 22, n° 4, pp. 1377-1408.

- JEFFERS E. (1998), « La place financière de Paris face aux investisseurs américains à l'heure de l'euro », *Revue d'économie financière*, n° 48, pp. 107-124.
- KEYNES J. M. (1936), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Payot, 387 p., 1969 pour la traduction française.
- LAEVEN L. et LEVINE R. (2008), « Complex Ownership Structures and Corporate Valuations », *Review of Financial Studies*, vol. 21, n° 2, pp. 579-604.
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F. et SHLEIFER A. (1999), « Corporate Ownership Around the World », *Journal of Finance*, vol. 54, n° 2, pp. 471-517.
- LORDON F. (2002), *La politique du capital*, Odile Jacob, 347 p.
- MAURY B. et PAJUSTE A. (2005), « Multiple Large Shareholders and Firm Value », *Journal of Banking & Finance*, vol. 29, n° 7, pp. 1813-1834.
- MILLER M. H. et ROCK K. (1985), « Dividend Policy under Asymmetric Information », *The Journal of Finance*, vol. 40, n° 4, pp. 1031-1051.
- MORIN F. (1984), *Théorie économique du patrimoine*, Ellipses, 128 p.
- MORIN F. (1998), « La rupture du modèle français de détention et de gestion des capitaux », *Revue d'économie financière*, n° 50, pp. 111-132.
- MORIN F. et RIGAMONTI E. (2002), « Évolution et structure de l'actionnariat en France », *Revue française de gestion*, vol. 28, n° 141, pp. 155-181.
- NARAYANAN M. P. (1985), « Managerial Incentives for Short-Term Results », *The Journal of Finance*, vol. 40, n° 5, pp. 1469-1484.
- ORHANGAZI Ö. (2008), « Financialisation and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: a Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy: 1973-2003 », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 32, n° 6, pp. 863-886.
- ORLÉAN A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob, 275 p.
- PAGANO M. et RÖELL A. (1998), « The Choice of Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring and the Decision to Go Public », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 113, n° 1, pp. 187-225.
- PLIHON D. et PONSSARD J. P. (dir.) (2002), *La montée en puissance des fonds d'investissement : quels enjeux pour les entreprises ?*, La Documentation française, 183 p.
- PLIHON D., PONSSARD J. P. et ZARLOWSKI P. (2001), « Quel scénario pour le gouvernement d'entreprise ? Une hypothèse de double convergence », *Revue d'économie financière*, n° 63, pp. 35-51.
- RYDQVIST K., SPIZMAN J. et STREBULAIEV I. (2014), « Government Policy and Ownership of Equity Securities », *Journal of Financial Economics*, vol. 111, n° 1, pp. 70-85.
- STEIN J. C. (1988), « Takeover Threats and Managerial Myopia », *The Journal of Political Economy*, vol. 96, n° 1, pp. 61-80.
- ZWIEBEL J. (1995), « Block Investment and Partial Benefits of Corporate Control », *Review of Economic Studies*, vol. 62, n° 2, pp. 161-185.