

Université
de Toulouse

THÈSE

En vue de l'obtention du

DOCTORAT DE L'UNIVERSITÉ DE TOULOUSE

Délivré par l'Université Toulouse 1 Capitole
Discipline : Sciences Economiques

Présentée et soutenue par

Driss AGARDI

Le 26 septembre 2011

Titre :

GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE : RESEAUX D'ADMINISTRATEURS ET INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

JURY

Directeur de recherché : Monsieur Alain Alcouffe
Professeur à l'université de Toulouse 1 Capitole

Rapporteurs :
Pierre-Yves Gomez,
Professeur, EM-LYON Business School
Thierry Kirat,
Professeur, Directeur de recherche CNRS,
Université Paris Nord-

Président :
Jean-Michel Plassard,
Professeur, Université Toulouse 1 Capitole.

Ecole doctorale : Toulouse School of Economics
Unité de recherche : CRM
Directeur de Thèse : Alain Alcouffe

« L'université n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans cette thèse. Ces opinions doivent être considérées comme propres à l'auteur ».

REMERCIEMENTS

Toutes les personnes m'ayant permis de mener à bien ce travail sont assurées de ma gratitude.

J'exprime ma plus vive reconnaissance à mon directeur de thèse Monsieur le Professeur Alain ALCOUFFE, pour la confiance qu'il m'a accordé, son soutien constant, ses précieux conseils et sa disponibilité tout au long de ce travail, en me faisant partager son enthousiasme pour la recherche et sa grande expérience. Je souhaite lui manifester la marque de mon profond respect.

Je tiens à remercier le Professeur Pierre-Yves GOMEZ et le Professeur Thierry KIRAT de m'avoir fait l'honneur d'être les rapporteurs de cette thèse. Le regard critique, juste et avisé qu'ils ont bien voulu porté sur mon travail ne peut que m'encourager à être encore plus perspicace et engagé dans mes recherches. Je remercie le Professeur Jean-Michel PLASSARD d'avoir accepté de faire partie de mon Jury.

Mes remerciements les plus sincères s'adressent également à Marie Faucon pour son soutien constant.

J'adresse un immense merci à ma famille, à Monsieur et Madame Pinel, à Monsieur et Madame Calvel et Monsieur et Madame Puigdengolas pour avoir été présents dans les moments de doute, pour les moments de décompression et pour le soutien qu'ils m'ont apporté.

A Inès pour son soutien décisif.

SOMMAIRE

SOMMAIRE	5
INTRODUCTION GENERALE	7
1. Le contexte de la recherche.....	10
2. L'objet de la recherche.....	17
3. Les apports de la recherche	19
4. Bibliographie.....	21
CHAPITRE I : CONSEILS D'ADMINISTRATION ET GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE : LE CAS FRANÇAIS DE 1998 A 2006.	25
1. Les variétés de capitalismes nationaux et la mondialisation.....	25
2. Conseils d'administration et gouvernement d'entreprise en France	29
3. Cumul des mandats et réseaux d'entreprises	31
3.1. La méthodologie de l'étude	35
3.2. L'analyse des réseaux	36
3.3. Les résultats	38
4. Conclusion	44
5. Bibliographie.....	47
CHAPITRE II : FONDS SOUVERAINS ET GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE : UN ETAT DES LIEUX.....	51
1. Etude descriptive des principaux fonds souverains	55
1.1 La répartition géographique de l'investissement souverain.....	55
1.2 La répartition sectorielle des fonds souverains	58
2. La logique privée des fonds souverains : la création de valeur pour la collectivité ?	63
2.1.L'intérêt des fonds souverains : le développement et la stabilisation de l'économie....	63
2.2 La montée en puissance des fonds dans le capital des sociétés cotées	69
3. Conclusion	74
4. Bibliographie.....	77
CHAPITRE III : LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS INSTIGATEURS D'UN NOUVEAU MODELE ACTIONNARIAL FRANÇAIS	79
1. Les investisseurs institutionnels : approche théorique.....	80
1.1 La typologie des investisseurs institutionnels.....	81
1.2 Stratégies et modes de gestion des fonds d'investissement	84

2.	La montée en puissance des investisseurs institutionnels.....	85
2.1	La dichotomie entre propriété du capital et mode de contrôle.....	85
2.2	Méthodologie :	88
2.3	Résultats	90
3.	Conclusion	104
4.	Bibliographie.....	105
5.	Annexes.....	108
	CONCLUSION GENERALE	113
	BIBLIOGRAPHIE GENERALE	117
	ANNEXES	123
	TABLE DES MATIERES	131
	LISTE DES TABLEAUX	133

INTRODUCTION GENERALE

Les scandales financiers des années 2000, les salaires des dirigeants, les stock-options, les plans de licenciement, les délocalisations, ont remis en cause la pertinence des modes de gouvernance supposés garants de la protection des actionnaires (Chatelin et Trébucq 2003). La gouvernance d'entreprise, si l'on s'appuie sur les travaux fondateurs de la théorie positive d'agence et la théorie des marchés efficients (Charreaux 1987, Frankfurter et McGoun 1999), serait fondée sur l'intérêt personnel et l'égoïsme (Brennan 1994, et Ghoshal 2005). Deux camps s'affrontent : l'un la voudrait actionnariale et l'autre partenariale¹. La vision actionnariale ou *Shareholder corporation* considère que l'entreprise est définie par son capital social et ses actionnaires-proprétaires ainsi que par la *Stakeholder corporation*, pour laquelle l'entreprise est définie comme un faisceau d'intérêts qui concernent une multiplicité de partenaires différents par leur nature, leurs apports, la durée de leur engagement (Clarke 1998). Au-delà du clivage entre gouvernance actionnariale et gouvernance partenariale, on assiste aujourd'hui à l'émergence d'un mode de gouvernance *hybride* qui associe les deux types et qui prend en compte, outre la rentabilité économique, une dimension éthique (Porter et Kramer 2002). Avant de se pencher sur les modes de gouvernance, il nous paraît opportun d'établir un cadre théorique nous permettant ainsi de définir le nouveau périmètre sociétal de la firme.

La question que l'on se pose est : Et si désormais ces frontières n'existaient plus ? Si l'on se réfère au poids grandissant de l'ensemble des parties prenantes, notamment l'actionnariat salarié, bancaire et souverain au sein des actionnaires minoritaires présents dans le capital de groupes industriels mondiaux, ces acteurs prennent également part à la répartition de valeur créée par l'entreprise.

¹De l'idéologie et de la philosophie en GE, S. Trébucq Revue française de gestion n 158 sept oct 2005.

La paternité du terme « Corporate gouvernance » est attribuée à la revue américaine *Industry Week* en 1975 (S. Trébucq 2003) pour désigner un des thèmes de recherche qui invite les entreprises à transformer leur mode d'organisation. Ce n'est qu'à partir des années 1990 que le sujet sera mis au grand jour à la suite du rapport Cadbury (1992) et de l'arrivée des investisseurs institutionnels. Le sujet végète et ne connaîtra un réel intérêt du milieu académique qu'à la suite des scandales financiers survenus aux États-Unis (EU). Autant dire que l'attention portée à ce sujet est relativement récente². L'association de la gouvernance d'entreprise et de la finance s'intensifie entre 1997 et 2000. Ce n'est qu'après la montée en puissance des investisseurs institutionnels et du rôle joué par les marchés financiers que l'on associe finance et gouvernement d'entreprise. Ceci fait bien souvent référence à des firmes cotées.

Jensen et Meckling (1976), en intégrant la théorie de l'agence, la théorie des droits de propriété de la firme et la théorie financière, ont inspiré la plupart des recherches menées ultérieurement dans une optique financière (S Trébucq 2005). Dans cette optique, les recherches se sont dans un premier temps focalisées sur l'étude du comportement de l'agent (le dirigeant) vis-à-vis du principal (l'actionnaire). Cela suppose que l'étude du gouvernement d'entreprise n'ait de raison d'être que si, et seulement si, il y a cette relation hiérarchique entre le manager et le propriétaire. Or, selon G. Charreaux (1999), l'objet principal de la gouvernance d'entreprise est « *d'expliquer la performance organisationnelle en fonction des systèmes qui encadrent et contraignent les décisions des dirigeants* » (Trébucq 2003 p.3). La concentration des recherches sur le gouvernement d'entreprise et la valeur créée pour l'actionnaire néglige d'emblée les autres parties prenantes de l'entreprise, pourtant présentes en tout état de cause dans un système marchand. Au fur et à mesure de l'évolution des pratiques managériales, des stratégies industrielles, des scandales financiers et comptables, on associe la gouvernance d'entreprise tantôt à la finance (124 articles en 2002), tantôt à la comptabilité (214 en 2002), tantôt à la stratégie (54 articles en 2002) et peu (seulement 5 articles) au comportement d'organisation, alors que la gouvernance d'entreprise fait référence, dès son apparition, au mode

²Les articles utilisant le mot Corporate Governance passent de 13 en 1985 à 1297 en 2002. S Trébucq 2005.

d'organisation. Quel terme désigne donc les processus managériaux dans le cas de l'absence d'une relation principal-agent présent dans la quasi-majorité des PME ? De même, selon Bohren (1998), le modèle principal-agent n'intègre pas l'équité. Gérard Charreaux³ propose dès la fin des années 90 une vision élargie du gouvernement d'entreprise : « *Affirmer que la création de valeur dépend du système de gouvernance des entreprises semble relever du truisme, au vu des écarts de performances existant entre les firmes des différentes nations et, plus immédiatement, entre les PME et les grandes firmes cotées. Les mécanismes par lesquels se fait cette liaison sont cependant loin d'être totalement compris et l'élaboration d'une grille explicative semble particulièrement complexe. Il est vraisemblable que des systèmes différents, de par les compromis opérés entre les mécanismes composant le système de gouvernance d'entreprise, puissent finalement conduire à des performances équivalentes, rendant ainsi ambiguë la mise en évidence de schémas précis de causalité, selon le principe d'équifinalité* ». Jaques Igalens et Sébastien Point⁴ (2009) suggèrent quant à eux que la valeur créée ne se répartit plus entre les seuls actionnaires, mais entre les diverses parties prenantes aux décisions de l'entreprise. Des acteurs jusqu'alors insensibles au processus managérial de la firme manifestent leur volonté de s'y intéresser, s'inscrivant en faux contre l'opinion communément admise selon laquelle les gérants de fonds de pension et les investisseurs institutionnels sont uniquement mus par une logique financière de court-terme. Hawley & Williams (2002) estiment que « de tels acteurs, particulièrement influents, optent en réalité pour une démarche globale de long terme, incluant des préoccupations extrafinancières telles que, par exemple, le développement durable » (S Trébucq S 2005 p.15).

³ Charreaux G et Desbrières P. (1998), « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », Finance, Contrôle et stratégie, vol. 1 n° 2 juin, p.57-88

⁴ Igalens J et Point S (2009) « Vers une nouvelle gouvernance des entreprises », Ed Dunod p 5

1. Le contexte de la recherche

Quel que soit le dogme adopté, la gouvernance d'entreprise oppose plusieurs parties prenantes : tantôt les actionnaires minoritaires contre les autres actionnaires, tantôt les actionnaires et les managers contre les autres acteurs (les salariés, les pouvoirs publics), ou encore les managers contre les autres acteurs y compris les actionnaires. Selon Gérard Charreux, quelle que soit la théorie économique ou financière, les travaux fondateurs de la gouvernance d'entreprise sont ceux d'A.A. Alchian et H. Demsetz (1972), de M.C. Jensen et W.H. Meckling (1976) et de E.F. Fama (1980). Il y est question du partage de la valeur entre les différentes parties prenantes.

Or dès 1998, Bohren évoque l'absence d'une vision éthique de la théorie de l'agence, mettant en scène un des agents focalisés uniquement sur la richesse matériel. Cela suppose l'existence d'autres parties prenantes qui ont des revendications autres que pécuniaires notamment liées à l'empreinte environnementale de l'entreprise. Aujourd'hui, l'entreprise joue un rôle plus global qui intègre d'autres préoccupations. La firme a un rôle sociétal. Traditionnellement, l'environnement sociétal de l'entreprise s'articule autour de quatre principaux acteurs influençant ex-ante le processus productif de l'entreprise (R. M. Bowen, L. DuCharme, D. Shores 1995 p 259) : les *clients*, les *fournisseurs*, les *employés*, et les *créanciers*. Comme le montre le tableau I, ces quatre partenaires traditionnels avaient des revendications se limitant au respect de la charte de qualité prédéfinie, au respect des délais de paiement et de conditions de travail adéquates, à la tenue des délais de remboursement. L'ensemble de ces revendications est définie par des termes d'échange, à savoir le prix du bien ou du service, un salaire et un taux d'intérêt.

Tableau I: les revendications classiques des parties prenantes

	Revendications	Terme d'échange
Clients	Qualité, service après vente.	Prix, conditions de paiement (par exemple, date d'échéance, d'escompte, taux d'intérêt, limite de crédit), quantité de produit ou service acheté.
Fournisseurs	Respect des délais de paiement, fidélité.	Prix, conditions de paiement (date d'échéance, escompte,), quantité de produit ou de service.
Employées	Conditions de travail favorables, perspectives d'avenir (les salaires, les avantages, les promotions), sécurité de l'emploi.	Salaires, avantages sociaux.
Créanciers	Respect des délais de remboursement.	Taux d'intérêt, conditions de paiement, durée, quantité de fonds fournis

Source: R. M. Bowen, L. DuCharme, D. Shores 1995

L'évolution des pratiques de la gouvernance met la firme face à de nouvelles revendications et élargit le tissu de ses partenaires. D'abord, le « *déclin relatif* » du capitalisme bancaire et familial en Europe et l'avènement du modèle du marché financier ont contribué à la dispersion de l'actionnariat et à l'apparition de nouveaux types *d'actionnaires* : fonds de pensions, fonds spéculatifs. Ce modèle a également accentué le rôle des *dirigeants*, des *agences de notations* et des *autorités de régulations*. L'abandon progressif de l'approche verticale de la firme au profit d'une approche horizontale par le biais des stratégies d'externalisation met en évidence le rôle des *sous-traitants*. On évoque également les revendications des collectivités et du pouvoir politique, et de divers groupes de pressions (association de consommateurs, défenseurs de l'environnement, syndicats, ONG). J. Igalens et S. Point 2009, p 45, distinguent trois catégories de parties prenantes : sociétales, économiques et

organisationnelles. Le tableau II récapitule un exemple des nouvelles revendications énoncées par celles-ci.

Tableau II : Exemple de nouvelles revendications des parties prenantes

Type	Catégories	Revendications
Actionnaires	Organisationnelle	La transparence, le respect des droits et l'égalité du traitement, la convergence des intérêts des actionnaires et des dirigeants en matière de rémunération.
Dirigeants	Organisationnelle	Une rémunération à la hauteur des performances financières. La liberté dans l'exécution des choix stratégiques.
Salariés et syndicats	Organisationnelle	Une répartition plus juste de la valeur créée : augmentation du salaire et des avantages sociaux. Le maintien de l'emploi.
Consommateurs	Economique	Le meilleur rapport qualité/prix. Une production socialement responsable avec une prise en compte des facteurs écologiques et éthiques.
Fournisseurs/sous-traitants	Economique	Une rémunération équitable, une définition claire des exigences environnementales et sociétales, une relation partenariale durable.
Pouvoirs publics	Sociétale	La création de richesses économiques et sociales, le respect des contraintes légales et réglementaires.
Collectivités locales et territoriales	Sociétale	Une dynamisation du territoire, la création d'emploi, une participation à la vie locale.
Organisations non gouvernementales	Sociétale	Une responsabilisation de l'action de l'entreprise, le développement durable.
Universités et centres de recherches	Sociétale	Une participation au financement des recherches, des partenariats, la création d'emploi.

Nous constatons donc que le périmètre de parties prenantes s'élargit. Désormais, d'autres acteurs sont susceptibles d'influencer l'action de l'entreprise et son processus de création de valeur. Le rôle des pouvoirs publics est renforcé. Nous pouvons évoquer l'exemple des partenariats public/privé qui recouvrent « *l'ensemble des modes de participation du secteur privé au financement et à la mise en œuvre (conception, construction, et surtout gestion) des infrastructures et des services publics* ⁵ ». Ce mode de financement est une des pistes évoquées pour le développement durable et la création de plateformes de recherche en matière d'énergie nouvelle en Europe. Les ONG, que les anglo-saxons qualifient de troisième secteur (après le secteur privé et le secteur public), sont désormais une partie intégrante du développement et de la régulation des sociétés. L'UNESCO stipule que « les initiateurs de la " bonne gouvernance " sont pour beaucoup dans ce rehaussement du statut de l'ONG ; les réformes qu'ils préconisent visent une nouvelle articulation entre l'Etat, la société, le marché et les entreprises privées ». Enfin, l'exemple des revendications des partenaires de l'entreprise avancé par R. M. Bowen, L. DuCharme, D. Shores (1995) traduit aujourd'hui de nouvelles attentes liées à l'accroissement du rôle des parties prenantes sociétales, notamment le respect de l'environnement et le développement durable. Un nouveau tremplin vers une nouvelle gouvernance de l'entreprise semble se profiler. Le clivage entre les approches actionnariales et partenariales du gouvernement de l'entreprise se trouve donc diminué. Le processus de la création de valeur devient sociétal, incluant autant sa performance économique et financière que sa performance sociale.

Quelle valeur revendiquent les parties prenantes ? Nous allons nous interroger sur les composants de la valeur créée. Tout d'abord l'entreprise elle-même a une valeur qui évolue de manière continue, notamment si la société est cotée. En effet, la valeur de l'entreprise est égale à la valeur de son actif économique. L'actif économique est d'abord composé des capitaux propres valorisés à leur valeur de marché, c'est-à-dire de sa capitalisation boursière si la société est cotée. Celle-ci évolue tous les jours à la hausse ou à la baisse et vient donc affecter d'autant la valeur de l'entreprise. L'actif

⁵ Ministère de l'Écologie, de l'Énergie, du Développement durable et de la Mer, en charge des technologies vertes et des négociations sur le climat

économique est ensuite composé de la valeur de marché de l'endettement net. L'endettement net est la différence entre l'ensemble des avoirs et des engagements de l'entreprise, auxquels viennent s'ajouter ses disponibilités ainsi que ses placements financiers. C'est en fait la position de l'entreprise vis-à-vis des tiers en excluant la gestion courante de l'entreprise, c'est-à-dire les créances clients et les dettes fournisseurs. La valeur de l'endettement net est donc soumise, elle aussi, aux évolutions du marché puisque les placements financiers entrent en compte. L'entrée en vigueur dans l'Union Européenne, au 1^{er} janvier 2005, des normes IFRS pour les sociétés cotées en bourse a rendu l'évaluation des entreprises transparentes dans la mesure où celles-ci imposent l'intégration de la juste valeur des actifs économiques, au détriment du coût historique. A la date d'entrée dans le patrimoine de l'entreprise, les biens acquis à titre onéreux sont enregistrés à leur coût d'acquisition. L'objectif de cette réforme est double : il s'agit d'une part d'harmoniser les règles comptables en Europe, et d'autre part d'améliorer la lisibilité de l'information financière et de rétablir ainsi la confiance des investisseurs dans cette source d'information. Nous faisons abstraction de l'actuel débat sur le rôle de ces normes dans l'aggravation de la crise financière, étant donné que l'échantillon des entreprises ici étudiées n'intègre pas le secteur bancaire et financier. L'objectif est de mesurer le poids des parties prenantes participant à la création de la valeur d'entreprise.

Au cours de ces dix dernières années, une attention particulière a été portée à la relation entre l'entreprise, son environnement sociétal et ses performances financières. De nombreuses études théoriques établissent le lien entre les performances financières et la performance sociale (Allouche et Laroche, 2005). En outre, un grand nombre d'études empiriques ont essayé de démontrer ce lien (Orlitzky et al., 2003).

D'un point de vue libéral, la responsabilité sociale implique des coûts et par conséquent détériore la position concurrentielle de l'entreprise (Friedman, 1970). Brummer (1991) et Jensen (2001) affirment que les contraintes sociales de l'entreprise et son comportement socialement responsable pèsent sur la maximisation de la valeur. Il y a également un lien négatif entre la performance sociale et financière quand les managers poursuivent leurs objectifs propres, qui peuvent être en conflit avec les

actionnaires et les autres parties prenantes (Williamson, 1964 et Jensen et Meckling, 1976). Preston et O'Bannon (1997) soutiennent que l'accumulation d'investissements dans la performance sociale peut affecter négativement la performance financière en raison de leur corrélation négative.

Un autre point de vue porté par McWilliams et Siegel (2001) propose que le marché neutralise les coûts du comportement « socialement responsable » de l'entreprise. Les coûts et les avantages d'un comportement socialement responsable se compensent. C'est la base pour une interaction neutre entre la performance financière et la performance sociale. Ces auteurs viennent accrédiiter la vision de Freeman (1984) selon laquelle satisfaire les intérêts des parties prenantes peut aboutir à une amélioration de la performance économique et financière de la firme. Il peut donc y avoir corrélation positive quand le comportement socialement responsable conduit à des performances financières améliorées (Porter et van der Linde, 1995).

En outre, un grand nombre d'études empiriques examinent la relation entre la performance sociale et la performance financière (Orlitzky et al., 2003). De fait, il existe différentes opinions sur l'interaction entre les performances financières et le gouvernement d'entreprise. Les études empiriques sur la relation entre l'approche managériale et la création de valeur de l'entreprise ont fait l'objet de plusieurs publications. Post J., Preston L. et Sachs S. (2002) concluent que 48 des 83 études empiriques réalisées révèlent une relation positive entre les indicateurs sociaux et la performance financière. Trois études seulement montrent une relation négative. 17 autres études montrent des résultats mitigés et 19 d'entre elles ne fournissent pas de résultat. Post J., Preston L. et Sachs S. (2002) identifient trois éléments essentiels qui doivent être alignés en interne afin de fournir des capacités de création de richesse : « *la stratégie, les structures et la culture de l'entreprise* » (tableau I, p.10). Ces éléments offrent la possibilité aux managers de développer des capacités créatrices de richesse. Ils concluent que « *les entreprises auront plus de succès et génèreront plus de valeur pour leurs parties prenantes quand elles auront identifié avec précision les exigences des principaux intervenants internes et externes* ». Cet alignement « *implique donc de développer les capacités d'apprentissage qui correspondent aux*

exigences de leur réseau sociopolitique » (p.20). Tiras, Ruf et Brown (1998) restent les premiers à démontrer une relation unissant la satisfaction des revendications implicites des parties prenantes à la valeur créée par l'entreprise. Ils ont étudié l'impact de la relation de l'entreprise avec ses parties prenantes et la valeur boursière de l'entreprise. Ils concluent que les entreprises qui ont la réputation de s'acquitter de leurs créances implicites réalisent de meilleures performances. Heinfeldt et Curcio (1997) proposent d'étudier l'influence de la stratégie de gestion des ressources humaines sur la valeur de l'entreprise. L'objectif est de tenter d'identifier des stratégies optimales améliorant les performances financières. De cette étude, il ressort principalement que l'ensemble des relations humaines n'ont aucun impact direct sur la valeur actionnariale, mais cette relation peut varier considérablement selon le type d'industrie.

L'ensemble des études tant théoriques qu'empiriques envisage la valeur de l'entreprise comme résultant de l'action de l'ensemble de parties prenantes au processus productif de la firme. Nous cherchons à démontrer que malgré la suprématie de l'approche *Shareholder value* ou la création de la valeur pour l'actionnaire, l'ensemble des entreprises leaders ont pu concilier un alignement interne-externe des intérêts de chacun des acteurs (Post J., Preston L. et Sachs S. 2002).

Dans la continuité de la théorie de l'agence, les auteurs de la gouvernance de l'entreprise ont confronté la vision managériale à la vision actionnariale. Ainsi, dès 1999, Frédéric Parrat annonce que « *les préoccupations liées au gouvernement d'entreprise sont apparues à partir du moment où certains actionnaires ont pris conscience que les dirigeants, compte-tenu de la position centrale qu'ils occupent au sein de la firme et de l'asymétrie d'informations dont ils disposent, pouvaient parfois non seulement gérer dans une optique non conforme aux intérêts des actionnaires mais aussi détourner certaines richesses à leur profit et adopter des stratégies personnelles* » (p.9).

2. L'objet de la recherche

Cette recherche a pour objet d'étudier dans un premier temps le rôle joué par les organes dirigeantes, et les réseaux d'administrateurs comme contre-pouvoir au sein de l'entreprise. Le dirigeant joue en effet un rôle central dans la firme puisqu'il occupe les fonctions de propriété, d'employeur et de gestionnaire. Il est surtout chargé du contrôle de la production en équipe ainsi que du contrôle des performances des membres, son objectif étant d'éviter les comportements d'agents qui tenteraient de minimiser leur contribution au travail collectif. Alain Alcouffe cite A.A Alchian et H. Demsetz (1972), "le dirigeant est le garant de l'efficacité de la firme". Ainsi qu'Alchian et Kessel 1962, « *le modèle de l'entreprise en concurrence, comme celui de l'entreprise en situation de monopole, implique que les actifs de l'entreprise soient utilisés par ceux pour qui ces actifs ont le plus de valeur du point de vue économique* » (A. Alcouffe 1976).

Nous défendons ici l'hypothèse selon laquelle les dirigeants de firmes cotées se sont focalisés sur les mécanismes disciplinaires internes, en d'autres termes les managers. Les directions d'entreprises, notamment celles du CAC40, se sont organisées en réseaux d'administrateurs leur permettant d'asseoir leur autorité. C'est une sorte de mécanisme d'autodéfense contre l'activisme actionnarial ou encore contre les OPA. Des études ont montré une corrélation entre l'absence d'administrateur indépendant et l'enracinement des managers [Malette et Fowler (1992), Mc Williams et Sen (1997), Brickley et al. (1994)]. Nous démontrons que sur une période de dix ans et malgré une législation de plus en plus présente, la densité des réseaux formés par les administrateurs des entreprises du CAC40 n'a pas baissé de façon significative. Un deuxième volet sera consacré aux organes externes de contrôle. Nous sommes conscients que l'économie de marché a plébiscité l'émergence d'une forme de capitalisme managérial, et que la multiplication de parties prenantes et la dispersion de l'actionnariat a contribué à l'élargissement des attentes et des revendications. Au sein même des actionnaires, les attentes ne sont pas les mêmes. La montée en puissance des investisseurs institutionnels a profondément changé la relation agent-principal, et donc

les relations de l'entreprise avec ses actionnaires. Nous avons fait le choix de nous focaliser sur un nouveau type d'investisseurs : **les fonds souverains**. Nous avons étudié leurs comportements d'investissement : souvent accusés d'être prédateurs (concurrence technologique notamment) vis-à-vis des entreprises cibles, ils seraient le moyen pour un certain nombre d'Etats d'accéder à des actifs stratégiques de pays développés. Les avoirs de ces investisseurs ont été multipliés par 9 depuis fin 2002 pour atteindre, selon les estimations du FMI, 2500 milliards de dollars en 2008. Nous étudions le poids de leurs participations, ainsi que leur logique d'investissement dans le capital des entreprises des pays les plus développés. Nous montrons que ces investisseurs ont un comportement proche de celui des investisseurs actifs, et qu'ils s'éloignent des investisseurs stables (les banques et les compagnies d'assurance). Malgré le développement de leurs avoirs, les fonds souverains restent davantage tournés vers des entreprises compatriotes.

Par ailleurs, nous sommes conscients de la métamorphose du capitalisme européen via le déclin du capitalisme bancaire et familial, au bénéfice d'un capitalisme anglo-saxon comportant une forte dispersion de l'actionnariat, caractérisé aussi par une forme d'activisme en faveur de stratégies permettant la création de valeur pour l'actionnaire. Avec la montée en puissance d'investisseurs étrangers dans le capitalisme français, nous avons souhaité connaître la force de l'émergence d'un nouveau modèle actionnarial français, né sous l'impulsion de l'actionnariat institutionnel. Nous nous intéressons au poids des investisseurs institutionnels étrangers présents dans le capital des groupes de l'indice SBF250. Nous proposons de démontrer que, malgré la forte internationalisation de l'actionnariat, il subsiste une différence notable de taux d'ouverture aux capitaux étrangers entre des entreprises à forte capitalisation boursière (notamment celles du CAC 40) et les autres entreprises de l'indice SBF250. Nous caractérisons un modèle actionnarial hybride où se côtoient des investisseurs institutionnels non-résidents et des actionnaires résidents familiaux, publics et industriels. L'étude conclut que ces derniers préservent une position forte au sein de l'indice SBF250. Certes le taux de pénétration des investisseurs institutionnels dans les entreprises du CAC40 est relativement élevé, mais nous avons constaté qu'il reste

modéré sur l'indice SBF120 et faible sur l'indice SBF250. Nous avons mis en évidence la réalité d'un capitalisme français où les investisseurs institutionnels de type fonds de pension, fonds spéculatifs côtoient à la fois des investisseurs souverains et familiaux. D'où l'idée d'un capitalisme actionnarial *hybride*. Dans ce contexte, nous nous interrogeons sur les revendications de chaque partie prenante : assisterons-nous, sous l'impulsion des règles de bonne gouvernance souhaitées par les pouvoirs publics, à l'émergence d'un nouveau système de création de richesse ou à un simple rééquilibrage des pouvoirs dans un contexte économique difficile et globalisé ?

3. Les apports de la recherche

Le thème de la gouvernance d'entreprise est largement abordé tant au niveau national qu'international. Celle-ci reste néanmoins marquée par le conflit d'intérêt de plusieurs parties prenantes au processus de la création de valeur. Les études se focalisent sur la confrontation entre plusieurs blocs de pouvoirs : *les dirigeants, les investisseurs institutionnels, les pouvoirs publics...* La présente recherche propose de mettre en lumière la façon dont les organes dirigeants se sont organisés pour minimiser l'impact de l'interventionnisme du législateur et l'activisme des investisseurs institutionnels. Elle propose également de comprendre le comportement des fonds souverains, souvent issus de pays émergents, face à des groupes industriels des pays développés : s'inscrivent-ils vraiment dans une logique de prédation technologique ou ne s'agit-il pas simplement de véhicules d'investissements à la recherche de rendement ? On a longtemps accusé les fonds de pensions américains d'être les porte-drapeaux d'une globalisation financière, voués à la recherche du rendement qui ne prendrait pas en compte l'impact environnemental et sociétal. Ils sont également accusés d'être à l'origine de la dispersion de l'actionnariat et l'internationalisation du capitalisme français. Or on constate qu'il existe un ancrage solide du capitalisme managérial et familial à l'extérieur du microcosme du CAC40.

En ce qui concerne la méthodologie de recherche, nous avons tout d'abord choisi de nous focaliser sur ces acteurs compte-tenu de leur impact sur la mutation de l'entreprise. Nous avons mobilisé la base de données *Thomsons one bankers* qui

totalise l'ensemble des données actionnariales des entreprises depuis 1998. Nous nous sommes également basés sur les données de *Dasfsalien* concernant les compositions des conseils d'administration des entreprises françaises.

Cette recherche s'articule autour de 3 chapitres. Le premier chapitre est consacré à l'étude des conseils d'administrations des entreprises du CAC 40 depuis 1998. Le deuxième chapitre décrit l'émergence d'un nouveau type d'investisseurs institutionnels : les fonds souverains. Le troisième chapitre étudie l'influence des investisseurs *institutionnels* sur le modèle capitalistique français.

4. Bibliographie

- Allouche, José et Laroche Patrice (2005), « Responsabilité sociale et performance financière des entreprises: une synthèse de la littérature », in Colloque *La responsabilité sociale des entreprises : réalité, mythe ou mystification ?*, Nancy, mars 2005,
- Bohren Oyvind. (1998) « The Agent's Ethics in the Principal-Agent Model », *Journal of Business Ethics*, 17, pp. 745-755
- Bowen, R.M., DuCharme L. et Shores D. (1995), « Stakeholders' Implicit Claims and Accounting Method Choice », *Journal of Accounting and Economics*, 255-295.
- Brennan M., « Incentives, Rationality and Society », BankAmerica, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 7, n° 2, summer 1994, p. 31-39.
- Brummer, James J. (1991). « Corporate Responsibility and Legitimacy: An Interdisciplinary Analysis », New York, Greenwood Press.
- Cadbury A. (1992), *Report of committee on the financial aspects of corporate governance*, London, GEE.
- Charreaux Gérard et Desbrières Phillipe. (1998), « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle et stratégie*, vol. 1 n° 2 juin, p.57-88
- Charreaux Gérard. (1987), in « La théorie positive de l'agence : une synthèse de la littérature » Couret A , Joffre P., Koenig G. et de Montmorillon B., *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise*, *Economica*, pp. 23-55.
- Chatelin Céline et Trébuq Stéphane (2003) « Stabilité et évolution du cadre conceptuel en gouvernance d'entreprise : un essai de synthèse. Communication pour les neuvièmes journées d'histoire de la comptabilité et du management ». Jeudi 20 et Vendredi 21 mars 2003, CREFIGE - UNIVERSITE PARIS-DAUPHINE
- Fama E. F., « Agency Problems and the Theory of the Firm », *Journal of Political Economy*, (April 1980), p.288-307.
- Frankfurter, George M., McGoun, Elton G.. (1999) « Ideology and the theory of financial economics », *Journal of Economic behavior & Organization*, vol. 39, pp. 159-177.

Freeman, R. Edward. (1984), « Strategic management: A stakeholder Approach », Pitman-Ballinger.

Friedman Milton. (1970) « The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits », New York Times Magazine, September 13 : 32-33, 122, 124, 126

Ghoshal Sumantra., « Bad Management Theories Are Destroying Good Management Practices », Journal of Management Learning et Éducation, vol. 4, n° 1, 2005, p. 75-91.

Heinfeldt J Jeffery. et Curcio Richard (1997). « Employee management strategy, stakeholder-agency theory, and the value of the firm ». Journal of financial and strategic decisions, 1997, 10, 1.

Igalens Jacques et Point Sébastien (2009), *Vers une nouvelles gouvernance des entreprises*, Ed Dunod p 5

McWilliams, Abigail, et Siegel Donald (2001). « Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective » Academy of Management Review, 26(1). 2001.

Orlitzky Marc, Frank L. Schmidt, and Sara L. Rynes. « Corporate social and financial performance: A meta-analysis » Organization Studies, 24, 2003.

Parrat Frédéric (1999), *Le gouvernement d'entreprise: ce qui a déjà changé, ce qui va encore évoluer.*, Ed, Maxima Laurent Du Mesnil

Porter Michael. E., Kramer Mark R. (2002° « The Competitive Advantage of Corporate Philanthropy », Harvard Business Review, December 2002.

Porter, Michael E. et Claas van der Linde (1995), « Towards a New Conception of the Environmental- Competitiveness Relationship », Journal of Economic Perspectives, 9, 97-118.

Post James. E., Preston Lee E et. Sach Sybille, 2002. « Managing the Extended Enterprise: the New Stakeholder View », California Management Review, vol. 45, n° 1, fall, p. 6-28.

Preston, Lee. et O'Bannon Douglas P. (1997), « The corporate social-financial performance relationship », Business and Society, 36: 4, 419-429.

Tiras Samuel L ., Ruf Bernadette. et Brown Robert M (1998), « The relations between stakeholder's implicit claims and firm value », Annual Meeting American Accounting Association 1998.

Williamson, Oliver.E (1964), « The economics of discretionary behavior: managerial objectives in a theory of the fir », Englewood Cliffs (N.J.), Prentice-Hall, 1964.

CHAPITRE I : CONSEILS D'ADMINISTRATION ET GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE : LE CAS FRANÇAIS DE 1998 A 2006.

1. Les variétés de capitalismes nationaux et la mondialisation

Depuis le 19^e siècle, les structures de gouvernement des grandes entreprises se sont transformées à plusieurs reprises. Au tournant du siècle précédent, la plupart des firmes appartenaient à des familles ou des groupes de familles qui exerçaient une autorité patrimoniale sur leurs employés. Pendant l'entre-deux-guerres s'est développé notamment aux Etats-Unis un capitalisme managérial caractérisé par un actionnariat fragmenté, la distinction entre détention de l'entreprise et son contrôle, et par une bureaucratie à la tête des grandes entreprises. Les travaux de Berle et Means (1932) sur le fonctionnement et les buts des entreprises mettaient alors l'accent sur le conflit supposé ou réel entre propriétaires, actionnaires d'une part et managers d'autre part. Dans un contexte social marqué par des fortes oppositions au capitalisme se sont développées des campagnes pour justifier l'autonomie des dirigeants d'entreprises, pour améliorer leur image et pour promouvoir une nouvelle compréhension de la place des entreprises dans la société. Les débats sur la propriété et le contrôle ont mis en évidence la multiplicité des parties prenantes concernées par les problèmes liés au gouvernement d'entreprise. Parmi ces parties prenantes, l'importance des salariés n'est pas à souligner. C'est ainsi que s'est développée en France une conception originale de l'entreprise en tant qu'institution au dessus des intérêts particuliers des actionnaires et des travailleurs (Despax 1956, C. Alcouffe). Depuis les années 70, un nouveau type de capitalisme est apparu, souvent qualifié de «capitalisme institutionnel » (Windolf 1999), que de nombreux auteurs associent à la prolifération des institutions financières, aux nouvelles modalités de contrôle financier et à la reconcentration de l'actionnariat.

Dans les dernières décennies, ces discussions ont de plus en plus été replacées dans le cadre de la théorie de l'agence dont le succès a été concomitant à la montée des marchés financiers et le développement du rôle d'investisseur des fonds de pensions. M. Jensen et W. Meckling (1976) ont prétendu que les entreprises pouvaient être considérées comme « de simples fictions légales qui servent comme un nœud de relations contractuelles entre des individus » (p. 310). Ce cadre a réduit pendant les années 1980/2000 les débats sur le gouvernement d'entreprise autour de l'opposition entre la *shareholder corporation* (l'entreprise définie par son capital social et ses actionnaires – propriétaires) et la *stakeholder corporation* (l'entreprise alors définie comme un faisceau d'intérêts qui concernent une multiplicité de partenaires différents par leur nature, leurs apports, la durée de leur engagement etc.) (T. Clarke et M. Blair, 1998).

Le thème spécifique du gouvernement d'entreprise a eu du mal à capter l'attention en France en dehors de cercles spécialisés. Ainsi les débats sur la corporate governance ont démarré aux États-Unis dès la fin des années 70 puis au Royaume-Uni (le rapport Cadbury date de 1992) tandis qu'en France le rapport Viénot ne paraît qu'en 1995. Ce retard est d'autant plus paradoxal que l'entreprise n'a cessé en France d'attirer l'attention durant les cinquante dernières décennies (le pancapitalisme de Loichot 1967, rapport Sudreau sur la réforme de l'entreprise 1975, les nationalisations de 1985, les privatisations et les noyaux durs, etc.), mais cette attention s'est plus focalisée sur la propriété que sur la gouvernance.

Trois caractéristiques structurelles sont importantes pour expliquer le gouvernement des groupes industriels qui forment le tissu économique des pays : la répartition des titres de propriété, le type de propriétaires, et finalement la configuration des réseaux de dirigeants (sur ce dernier point, Mizruchi, 1996). Durant les années 1990, en comparant ces trois types de critères, le capitalisme à la française apparaissait plus proche du capitalisme rhénan que du capitalisme anglo-saxon : forte concentration de la propriété aux mains des familles et des entreprises en France et en Allemagne et finalement forte densité des réseaux de dirigeants (Windolf, 2000). En France, en 1998, seul un petit groupe d'entreprises étrangères

échappait au maillage constitué par les échanges de dirigeants typique du capitalisme à la française (Alcouffe et Alcouffe 2002, Yeo, 2003) tandis qu'en Allemagne la densité des liaisons financières et personnelles avait conduit Paul Windolf à parler de la "Deutschland AG" (Windolf, 2000).



Source : WINDOLF, Paul (2000)

Depuis deux décennies, la mondialisation et le rôle des marchés financiers dans le financement des entreprises ont conduit à globaliser les structures de propriétés et les modes de gouvernance (Plihon 2004, OECD 2004). L'étude des liaisons personnelles et financières au sein des plus grandes entreprises allemandes indique une baisse considérable depuis le début des années 90 des liaisons personnelles par

échange d'administrateurs qui seraient en voie de disparition dans les années 2000. Ainsi dans les années 1990, en se basant sur les 15 plus grandes sociétés allemandes, P. Windolf (2000) a relevé une baisse très forte de la densité des échanges d'administrateurs à mesure que les liens financiers se dénouaient. Plus récemment Lothar Krempel (2007) a confirmé le desserrement des liens financiers entre les entreprises allemandes entre 1996 et 2004 comme l'avait déjà montré Windolf (2000) pour la période 1992-2000 et Höpner Krempel (2004) pour la période 1996-2002. Ces deux auteurs tentaient d'expliquer ces changements en combinant une approche historique de la gouvernance des entreprises avec l'histoire politique de l'Allemagne. Pour sa part, Paul Windolf estimait que les interconnexions entre entreprises représentaient une forme de régulation des marchés. Dès lors les marchés pertinents ne sont plus des marchés nationaux, la régulation nationale ne présente plus la même protection. Il entrevoit la disparition de la Deutschland AG et l'arrivée d'une possible Europa AG préfigurée par les fusions transnationales et les échanges d'administrateurs entre firmes européennes.

Il est donc particulièrement intéressant de comparer ces évolutions avec la situation française. Notre étude se base sur les conseils d'administration des sociétés appartenant au CAC 40 entre 1998 et 2006. Ces sociétés sont à quelques exceptions près de droit français et par conséquent, le terme de conseil d'administration en toute rigueur ne s'applique qu'à celles qui ont opté pour cette structure. Nous avons considéré néanmoins que l'on pouvait désigner sous ce terme aussi l'ensemble formé par le conseil de surveillance et le directoire. Comme on le verra, le périmètre des 'administrateurs' pourrait être élargi aux administrateurs des grandes filiales qui ont souvent des fonctions de direction tout à fait considérables et peuvent représenter le groupe aux conseils d'administration d'autres sociétés.

2. Conseils d'administration et gouvernement d'entreprise en France

Élément essentiel de la gouvernance, le conseil d'administration est au cœur des réflexions (Rapports Viénot 1 et 2, rapport Bouton, rapport Clément) et a fait l'objet de modifications du cadre légal. Deux traits des organes dirigeants ont fait l'objet de beaucoup d'attention : la taille et la composition des conseils d'administration.

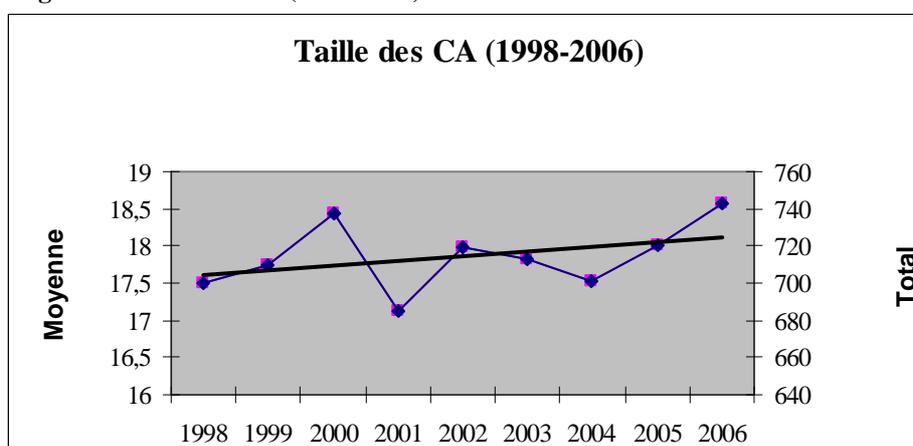
La littérature sur le sujet est très vaste et en pleine expansion mais les études empiriques ont plutôt confirmé l'idée que la taille dépendait de facteurs très spécifiques aux caractéristiques de l'entreprise et du contexte dans lequel elle opère⁶. Les deux rapports Viénot avaient accordé beaucoup d'importance à la composition des conseils d'administration et semblaient s'inspirer de l'idée de la théorie des votes et de la théorie de l'agence selon laquelle l'efficacité exigerait de resserrer la taille des conseils d'administration. La loi NRE (art. 129) fixait la taille des conseils d'administration à 18 membres en laissant aux sociétés un délai pour se mettre en conformité jusqu'au 16 mai 2004 tout en prévoyant une exception en cas de fusion, le conseil d'administration pouvant alors atteindre 24 membres. Cette relation inverse entre taille et efficacité se retrouve en 2004 dans les considérations du rapport Clément qui figurent en introduction à un projet de loi sur la gouvernance des sociétés commerciales visant « la responsabilisation accrue du conseil d'administration ». Pour le rapport, elle est conditionnée par « l'implication de l'administrateur de la société [qui] passe par un conseil d'administration plus resserré ». L'article 1^{er} proposait ainsi de limiter le nombre de ses membres à 14.

⁶These results indicate that board size and independence are shaped by a broad combination of firm-specific and managerial characteristics—exactly what we expect if board composition is the endogenous result of a competitive process. To the extent board structure is endogenous, most firms' boards are tailored to suit their unique competitive environment. Simple rules or guidelines to reform board governance, such as limits on board size or insider representation, therefore are unlikely to enhance value for most firms. Boonea et alii 2007.

Tableau III : Taille des Conseils d'administration

taille du CA	10 et moins	11 - 14	15-18	19 et plus	Moyenne	Ecart type	Médiane
1998	4	7	12	17	17,95	6,02	18
2000	4	9	6	21	18,45	6,21	18
2002	2	5	14	19	17,98	4,31	18
2004	2	6	15	17	17,52	3,89	18
2006	0	7	14	19	18,57	4,02	18

Figure 1: Taille des CA (1998-2006)



L'existence de plusieurs statuts juridiques des sociétés faisant partie du CAC40 et des membres des organes de direction pose la question de périmètre à prendre en considération. C'est ainsi que nous avons considéré que les administrateurs des sociétés à directoire et conseil de surveillance appartenaient indifféremment à ces deux structures. Enfin dans l'optique d'étudier les liaisons personnelles établies à travers la présence dans plusieurs instances de direction, nous avons inclus dans les 'dirigeants' les directeurs généraux, les directeurs généraux délégués (DGD) compte tenu des pouvoirs qui leur sont conférés par la loi NRE, mais aussi les censeurs et les présidents honoraires qui assistent aux conseils d'administration avec voix consultatives. L'intégration des DGD parmi les « dirigeants » des sociétés anonymes paraît légitime car comme l'écrit PH. Conac, « l'équipe de direction

d'une société anonyme ayant opté pour la dissociation des fonctions ne se distinguera donc plus beaucoup de celle constituée par le directoire ».

Les censeurs ne sont pas prévus par les textes mais ils ne sont pas non plus prohibés. Désignés par les actionnaires, ils les représentent au conseil d'administration et selon l'expression de Mestre et alii, 2002 : « C'est le moyen élégant de donner à des actionnaires droit de regard et témoignage de satisfaction ». Le très faible nombre de sociétés dotées de censeurs rend les biais introduits par cette extension sans conséquence significative⁷.

Nous observons dans le cas des sociétés du CAC 40 des variations assez sensibles de la taille moyenne en fonction des entrées et sorties, même si la médiane est constamment fixée à 18. Une majorité d'entre eux se situe au dessus du maximum prévu par la loi mais il ne semble pas y avoir de sanction concernant ce dépassement et diverses exceptions (fusions) permettent de dépasser le maximum de 18.

3. Cumul des mandats et réseaux d'entreprises

Il a fait l'objet de vives critiques dans les différents rapports et commissions qui se sont penchés sur le gouvernement d'entreprise en France (Rapports Viénot 1 et 2, rapport Bouton, rapport Clément). Le premier rapport Viénot voyait dans « la multiplication des participations croisées et dans le nombre important d'administrateurs réciproques » une marque de la « faiblesse du capitalisme français » dont il souhaitait la résorption. Le cumul des mandats était explicitement épinglé (notamment lorsqu'il concerne les P.-D.G.) et la charte de l'administrateur recommandait de limiter à 5 le nombre de mandats détenus par les PDG (M. Viénot, 1995)⁸. Ces préconisations n'eurent guère d'effet et le second rapport Viénot d'un ton un peu désabusé croit utile de préciser dans ses développements consacrés aux

⁷ La présidence d'honneur de François Pinault entraîne des effets plus marqués en ce qui concerne les liens personnels examinés plus bas.

⁸ L'administrateur doit consacrer à ses fonctions le temps et l'attention nécessaires. Lorsqu'il exerce des fonctions de président ou de directeur général, il ne devrait en principe pas accepter d'exercer plus de cinq mandats d'administrateur dans des sociétés cotées françaises ou étrangères extérieures à son groupe.

administrateurs : « En dernier lieu, le Comité juge indispensable de procéder au rappel de la règle que le rapport de 1995 avait posée : un administrateur exerçant des fonctions exécutives dans une société cotée doit limiter le nombre de mandats qu'il exerce dans d'autres sociétés cotées françaises ou étrangères extérieures à son groupe, et en tout cas s'interdire d'en exercer plus de cinq. » (p. 15).

Deux ans plus tard la loi dite des « nouvelles régulations économiques » (loi n°2001-420 en date du 15 mai 2001) allait plus loin. Présidents, directeurs généraux, membres de conseil d'administration, membres de conseil de surveillance, membres de directoires et directeurs généraux uniques avaient ainsi jusqu'au 16 novembre 2002 pour se mettre en conformité avec les nouvelles règles sur le cumul des mandats. A défaut, ils devaient être réputés démissionnaires de tous leurs mandats.

Le péril était grand pour les administrateurs. Mais peu avant l'échéance, les dirigeants réussirent à « assouplir la loi » en multipliant les dérogations (loi n°2002-1303 du 29 octobre 2002). Ainsi de nombreux mandats échappèrent à la règle en particulier ceux exercés dans des filiales cotées et non cotées comme dans des sociétés sœurs. Cette confusion du mandat exercé dans le conseil d'administration de la tête du groupe avec ceux des filiales et sociétés sœurs conduit à l'inverse à s'interroger sur le périmètre des conseils à prendre en considération lorsqu'on étudie les échanges d'administrateurs (administrateurs réciproques). Ne faudrait-il pas inclure au-delà des CA des holdings de tête, ceux des filiales importantes⁹? Notre étude s'est limitée volontairement au périmètre le plus restreint.

⁹ Dans Alcouffe et Alcouffe 1998, ils avaient considéré que les administrations réciproques par exemple dans le cas de la BNP qu'il y avait lieu d'inclure non seulement les administrateurs du conseil d'administration de la holding de tête mais aussi ceux de BNP Finance, BNP Guyane, BNP Intercontinentale accroissant ainsi sensiblement le nombre des administrateurs réciproques au sein de l'échantillon des 30 plus grands groupes français étudiés.

Tableau IV : Les cumuls de postes de dirigeants dans les sociétés cotées en 1998

Sièges d'administrateurs	Administrateurs	Nombre de sièges d'administrateurs
10 et plus	12	137
6-9'	37	243
2-5'	1107	2812
1	6302	6302
Total	7486	9697

Alcouffe et Alcouffe ont étudié l'ensemble des sociétés cotées en 1998 et montré qu'un millier d'administrateur siégeaient dans plus d'une société créant ainsi des liaisons personnelles entre les sociétés. Le cumul des mandats est naturellement d'autant plus probable que la taille des entreprises est élevée, aussi durant la période 1998/2006 il n'est pas surprenant de trouver un nombre élevé de « cumulards » parmi les sociétés du CAC 40.

L'évolution durant la période conforte les observations précédentes. Les années 2002/2003 subissent les conséquences de la loi NRE : la diminution de la taille des conseils d'administration a porté sur les titulaires d'un seul mandat tandis que le nombre des cumulards est à peine touché et repart à la hausse par la suite.

Tableau V: Les administrateurs cumulards au sein du CAC 40 de 1998 à 2006

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
1	475	463	476	421	455	447	429	472	520
2	43	49	57	65	63	66	76	67	61
3	17	22	19	14	21	25	22	21	21
4	8	11	13	12	10	7	11	6	7
5	10	5	4	5	6	5	2	2	2
6	2	1	2	2	2	1	0	0	0
7	0	1	1	1	0	0	0	0	0
Total adm.	555	552	572	520	557	551	540	568	611
Cumulards	80	89	96	99	93	94	111	96	91
% cumulards	14,14	16,12	16,78	19,04	20,4	21	20,56	16,9	14,89
Total sièges cumulards	231	246	262	264	271	266	272	231	223
	32,17	34,7	35,5	38,54	37,33	37,31	38,8	32,86	30,01

Les réseaux de sociétés constitués par les liens personnels résultent de la détention de deux ou plusieurs mandats dans différentes sociétés par certains administrateurs. D'après Davis et Mizruchi 1999, la méfiance à l'égard des réseaux et leur dénonciation sont fort anciennes et sous la forme précise de la chaîne de connexions, elles ont près d'un siècle. Ainsi Brandeis (1914) voyait dans les imbrications des conseils d'administration un moyen pour les banques d'affaires, les compagnies d'assurances et les banques de dépôts qu'elles contrôlent (notamment JP Morgan et ses associés) d'asseoir leur pouvoir "Quand un banquier est entré dans un conseil d'administration – quelle qu'en soit la raison – son emprise s'avère tenace et son influence est habituellement décisive, car il contrôle la source de nouvelles ressources financières » (p. 11). Il soutenait que « la pratique des conseils d'administration imbriqués était la source de bien des maux. Elle est une offense vis-à-vis des lois humaines et divines, créant une chaîne sans fin de lien qui

est l'instrument le plus puissant du trust de la monnaie" (pp. 51, 52) (cité dans Davis et Mizruchi 1999).

3.1. La méthodologie de l'étude

Si ces craintes paraissent aujourd'hui relever du registre conspirationniste, l'existence d'administrateurs cumulant les sièges d'administrateurs suscitent toujours la méfiance voire l'hostilité de l'opinion mais aussi des professionnels. Ainsi l'AFG (l'organisation professionnelle représentative de l'industrie française de la gestion d'actifs financiers) dans ses recommandations sur le gouvernement d'entreprises déclare : « Par principe, l'AFG n'est pas favorable à l'existence d'administrateurs réciproques et aux participations croisées, sauf si celles-ci résultent d'une alliance stratégique se situant dans un projet économique commun déclaré. En dehors de ce cas, cette pratique constitue un obstacle à la transparence et à l'indépendance de décision de la société. » On voit en effet comment les conseils peuvent vraiment statuer sur des décisions stratégiques dès lors qu'un membre du conseil des sociétés concurrentes siège. Le seul moyen d'éviter les conflits d'intérêts est bien sûr de cantonner les conseils dans un rôle très subordonné qui va à l'encontre des principes de gouvernance. Les évolutions du capitalisme allemand dans lesquelles beaucoup de liaisons ont été dénouées confortent l'idée selon laquelle les marchés financiers seraient en mesure d'imposer cette indépendance des conseils. Il est important d'observer la situation française dans cette perspective.

Pour pouvoir déterminer les liaisons entre sociétés suscitées par les administrateurs cumulant plus d'un siège, il est nécessaire tout d'abord d'examiner les liens entre les administrateurs et les sociétés dans lesquelles ils siègent. On peut distinguer trois situations :

- l'administrateur est une personne physique identifiée sans rattachement à une personne morale.
- l'administrateur est une personne physique, mais elle est explicitement le représentant d'une personne morale identifiée.

- l'administrateur est une personne morale et la personne physique qui la représente n'est pas identifiée.

Dans le premier cas, si un administrateur siège dans deux conseils d'administration, il crée une liaison ou une connexion entre les deux sociétés correspondantes. Dans le second cas, nous avons pris une définition limitative des liaisons entre sociétés : supposons que M. N. représente la société X dont il n'est pas administrateur dans le conseil d'administration de la société Y, nous n'avons pas estimé que cela créait une liaison personnelle entre X et Y. En revanche, si M. Dupont représente la société X dans la société Y et dans la société Z, nous avons considéré que ce cumul de mandats créait une liaison personnelle entre les sociétés Y et Z. Si nous avions pris le parti inverse de considérer qu'il y avait une liaison incarnée par des présences dans les conseils d'administration dès lors que M. N. était le représentant de la société X respectivement entre les sociétés X, Y et Z, le nombre des liaisons aurait explosé en raison de la présence de représentants des banques et compagnies d'assurances dans de nombreux conseils¹⁰.

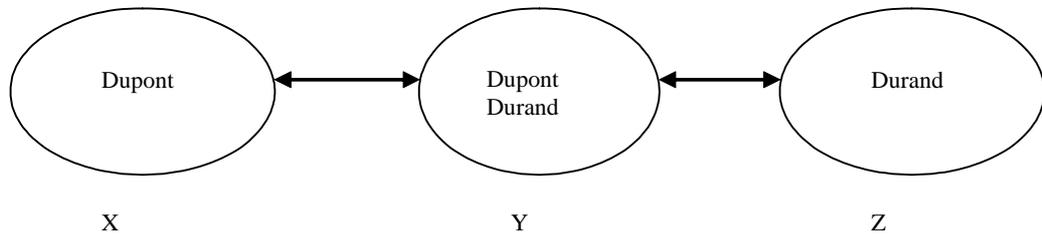
3.2. L'analyse des réseaux¹¹

Au cours des dernières années, la sociologie mathématique a développé de nombreux outils qui peuvent être utilisés pour analyser les réseaux inter-entreprises créés par les administrateurs cumulards. La première étape consiste à dresser la matrice des liaisons en portant dans une matrice carrée les points de contacts. Il s'agit d'une matrice symétrique. En effet le terme x_{ij} est identique au terme x_{ji} à moins de choisir un critère qui permette de hiérarchiser ou d'orienter le sens des relations (on pourrait attribuer une signification particulière à certains aspects du cumul : par exemple, l'ordre chronologique d'obtention des mandats sociaux). On peut également tenter de mesurer l'intensité des liaisons en tenant compte du nombre des administrateurs communs. Dans cette étude nous avons simplement considéré l'existence des liaisons traduite par le chiffre 1 dans la case

¹⁰ Ces représentants sont souvent des PDG ou des administrateurs des filiales les plus importantes des sociétés qu'ils représentent, le nombre de liaisons auraient aussi explosé si nous les avions inclus dans une conception extensive des organes de direction des sociétés dans lesquelles ils sont employés.

¹¹ Nos calculs ont été réalisés à l'aide d'UCINET 6.0 Version 1.00, Analytic Technologies. Les principales mesures utilisées sont présentées sur le site d'Ucinet mais aussi dans Degenne, Forsé, 2004.

correspondante de la matrice. Une mesure immédiate des liaisons internes à un ensemble de sociétés est fournie par la *densité du réseau* qui correspond au ratio entre le maximum de liaisons possibles et le nombre effectivement observé.



Une seconde mesure est fournie par la distance entre les sociétés telle qu'on peut la mesurer à travers les liaisons personnelles. Sur la figure ci-dessus, X, Y, et Z appartiennent à un réseau constitué par le cumul de mandats de MM. Dupont et Durand. La société Y est équidistante de X et de Z, tandis que la distance entre X et Z est égale 2. Cette distance est appelée géodésique en sociologie mathématique. Il en découle des *mesures de centralité*. Nous avons utilisé celles proposées par Freeman (Degenne et Forsé, 2004).

L'observation de la matrice des liaisons entre un ensemble de sociétés conduit à s'interroger sur les limites éventuelles de l'imbrication des conseils d'administration ou inversement on peut se demander si des "ensembles autonomes" pourraient être dégagés. Les réseaux d'administrateurs ayant fait l'objet de relativement peu d'études, il peut être utile d'illustrer tout d'abord cette notion.

	A	B	C	D	E
A	0	0	0	1	0
B	0	0	1	0	1
C	0	1	0	0	1
D	1	0	0	0	0
E	0	1	1	0	0
	Matrice n°1				

	C	E	B	D	A
C	0	1	1	0	0
E	1	0	1	0	0
B	1	1	0	0	0
D	0	0	0	0	1
A	0	0	0	1	0
	Matrice n°2				

Étudions, à cette fin, les relations entre cinq entreprises A, B, C, D et E correspondant à la matrice 1 ci-dessus. Les éléments de type x_{ij} (avec, $i, j = A, B, C, D, E$) ont la valeur 1 s'il existe un administrateur commun aux entreprises i et j considérées et la valeur 0, en l'absence d'échange d'administrateur. La position des cases vides dépend évidemment de l'ordre dans lequel les sociétés ont été rangées et les valeurs disposées dans le tableau carré. Par permutation, nous pouvons présenter les relations dans une seconde matrice (matrice 2, ci-dessus à droite) qui fasse

apparaître les ensembles autonomes. La matrice 2 reproduit exactement les mêmes données, mais elle permet immédiatement de distinguer deux ensembles autonomes (C, E, B) d'une part et (D, A), d'autre part. Les particularités de cette décomposition permettent d'établir des conditions nécessaires sur le nombre maximal d'appariements compatibles avec la taille des ensembles autonomes qui pourraient être constitués. On s'aperçoit en effet immédiatement que le nombre d'intersections entre conseils d'administration d'entreprises fixe une borne supérieure aux possibilités de dégager des ensembles autonomes puisqu'on peut en déduire immédiatement le nombre de cases vides restantes.

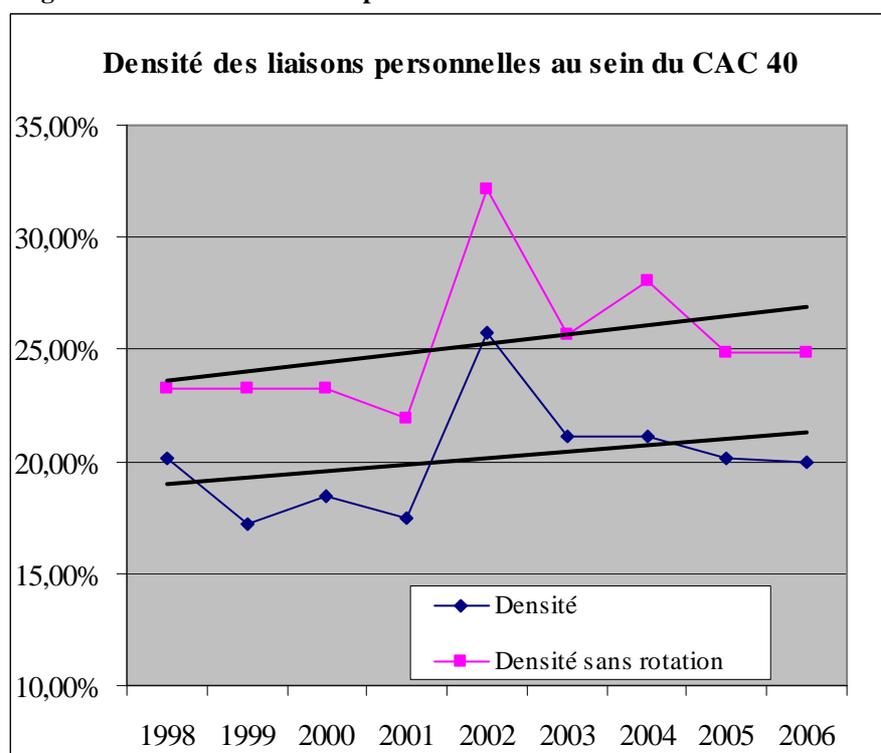
3.3. Les résultats

La composition du CAC 40 varie en permanence en raison des taux de croissance (externe et interne) différents des sociétés. On peut cependant identifier sur la période considérée un noyau stable de 28 sociétés qui ont figuré en permanence dans les 40 plus grandes sociétés françaises. Nous avons donc pu calculer des indicateurs pour les CAC 40 successifs et l'ensemble stable (sans rotation). Les premières indications concernant la structure du capitalisme français sont fournies par le degré d'interconnexion des ensembles considérés. Toutes les sociétés du groupe stable sont interconnectées sur toute la période et une seule année, en 1998, le CAC complet a présenté un réseau de 38 sociétés tandis que Bic et STMicroelectronics restaient isolés. Il s'agissait de deux sociétés avec des marchés et des implantations mondiales et des structures particulières (respectivement un contrôle familial et un contrôle binational car ST Microelectronics provenait d'une fusion entre une entreprise italienne et une entreprise française). Il faut noter que depuis 1999 ST Microelectronics a toujours eu des administrateurs communs avec d'autres sociétés du CAC 40 tandis que le glissement de Bic hors du CAC 40 a supprimé cette exception.

Globalement les courbes de tendance pour les deux ensembles considérés indiquent un accroissement de la densité des réseaux – une évolution très différente de celles observées en Allemagne. Une observation fine des évolutions montre qu'une

société comme Arcelor, qui a fait l'objet d'une OPA, était en 2006 celle dont le degré de centralité était le plus faible. Après OPA, Mittal Arcelor présentait un degré d'intégration encore plus faible puisqu'il n'était relié au réseau que par François Pinault, administrateur de Mittal en même temps que président d'honneur de LVMH. Mais cet effet de l'OPA hostile du groupe Mittal sur Arcelor devrait s'atténuer avec l'entrée annoncée de Lakshmi Mittal au conseil d'administration d'EADS en même temps que celle de Michel Pébereau (agence Reuters, 5/10/2007).

Figure 2 : Densité des liaisons personnelles au sein du CAC 40



Si l'on observe l'ensemble permanent, comme on pouvait s'y attendre, la densité est constamment plus forte et surtout elle se retrouve en fin de période d'observation à un niveau supérieur à celui observé au début ce qui confirme la stabilité des échanges d'administrateurs.

La densité est par ailleurs sensiblement plus faible que dans l'étude de P. Windolf (2000) qui affichait une densité de 0.79 en 1992/3 et encore 0.58 en 2000. Dans les deux échantillons considérés, les densités sont beaucoup plus faibles que dans le cas

allemand qui ne portait, il est vrai, que sur 15 grandes sociétés. Or il faut observer que le nombre des connexions varie comme le carré du nombre des sociétés concernées. Il était donc intéressant de sélectionner un échantillon de même taille pour faire cette comparaison. C'est pourquoi nous avons sélectionné les 15 sociétés les plus centrales des deux années 1998 et 2006 pour calculer l'évolution de la densité des interconnexions les concernant

.

Tableau VI: Matrice des liens personnels entre les 15 sociétés les plus centrales 1998

	1998	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1	AIR LIQUID								1				1			
2	ALCATEL			1	2	1	1		1	1		1	1	1	1	5
3	AVENTIS		1		2	3				1	2	2		1		1
4	AXA		2	2		2	1	2	1	3	5	2	2	1	1	4
5	BNP		1	3	2											3
6	CANAL+		1		1						1	2		1	1	3
7	ERIDANIA BEGHIN SAY															
					2				2	1	1	2		1	1	
8	LVMH	1	1		1			2		1	1		1	1		2
9	PARIBAS		1	1	3			1	1		4	1	1	4	4	1
10	SCHNEIDER			2	5		1	1	1	4		1		2		1
11	SG		1	2	2		2	2		1	1		1	2		3
12	SUEZ	1	1		2				1	1		1		2	1	1
13	THOMSON CCF		1	1	1		1	1	1	4	2	2	2			1
14	TOTAL		1		1		1	1		4			1			1
15	VIVENDI		5	1	4	3	3		2	1	1	3	1	1	1	

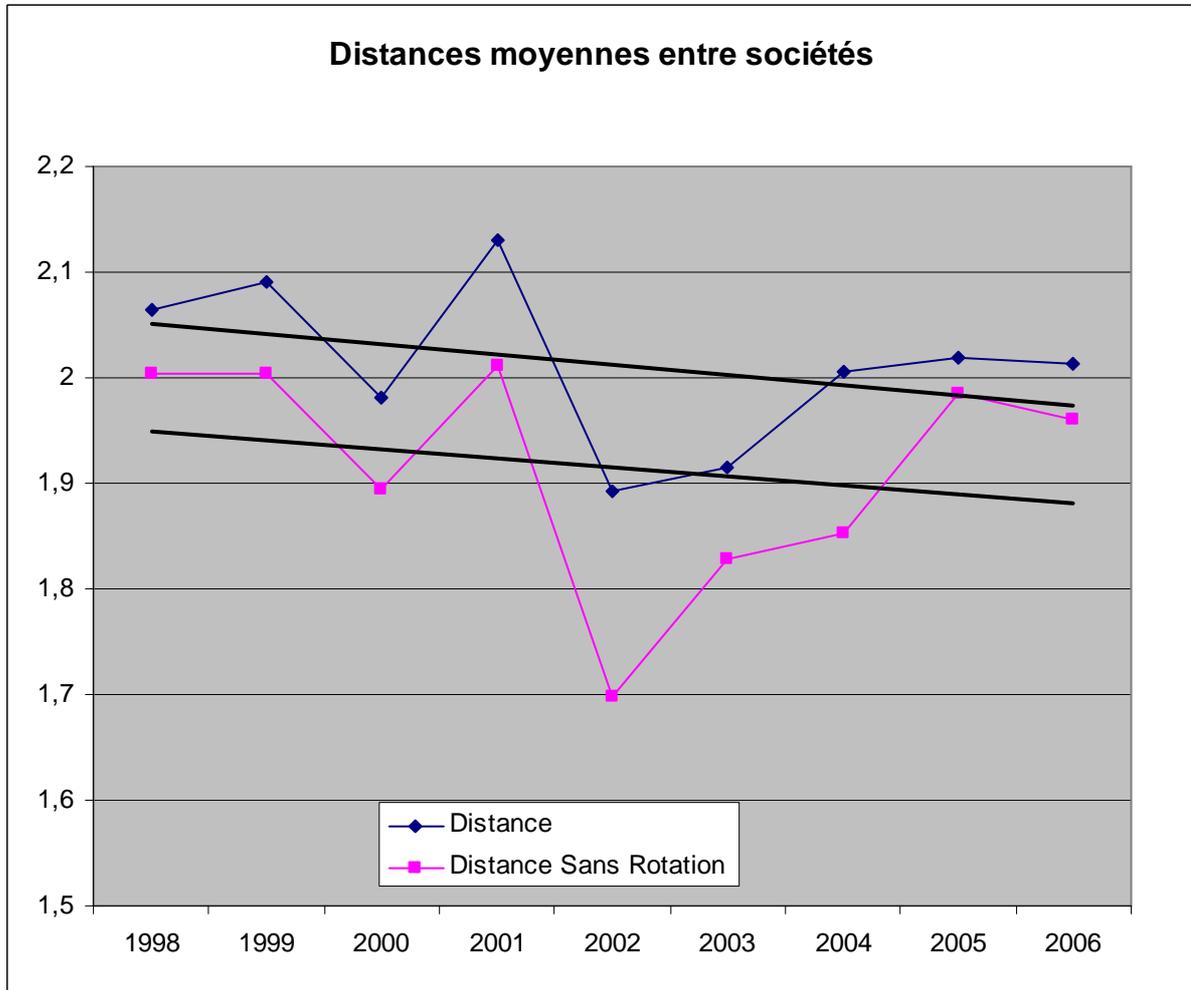
Tableau VII: Matrice des liens personnels entre les 15 sociétés les plus centrales 2006

	2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1	ACCOR				1	1		1	1	1	1		1			1
2	AIR LIQUIDE			1	1	1	1					2			1	
3	AXA		1		2		1				2	1	1		1	
4	BNP PARIBAS	1	1	2		1	3	1	1	1	3		1		1	2
5	L'OREAL	1	1		1		1			3		2				1
6	LAFARGE		1	1	3	1					1				1	1
7	LAGARDERE	1			1					1			1	1		1
8	PPR	1			1					1		1				1
9	RENAULT	1			1	3		1	1					1		1
10	SAINT GOBAIN	1		2	3		1						2	1	1	
11	SANOFI-AVENTIS		2	1		2			1						3	1
12	SUEZ	1		1	1			1			2				3	
13	THALES							1		1	1				1	1
14	TOTAL		1	1	1		1				1	3	3	1		1
15	VEOLIA ENVIRONNEMENT	1			2	1	1	1	1	1		1		1	1	

Comme on pouvait s'y attendre, les densités sont plus élevées que dans l'ensemble formé du CAC 40 et on observe une baisse entre les années extrêmes (0.62 en 1998 et 0.51 en 2006). Le résultat ne semble pas supporter pour le cas français les conclusions de Windolf et Krempel pour le cas allemand dans la mesure où ils s'expliquent largement par un des effets de la loi de 2001. En limitant le nombre de mandats à 5, elle oblige au départ d'un administrateur à rechercher un administrateur ayant moins de 5 mandats, il y a donc mécaniquement une baisse du nombre moyen de mandats détenus par les cumulards et il faudra sans doute un

cycle complet de renouvellement des administrateurs (6 ans) pour évaluer le résultat final en termes de densité des réseaux d'administrateurs.

Figure 3 : Distances moyennes entre sociétés

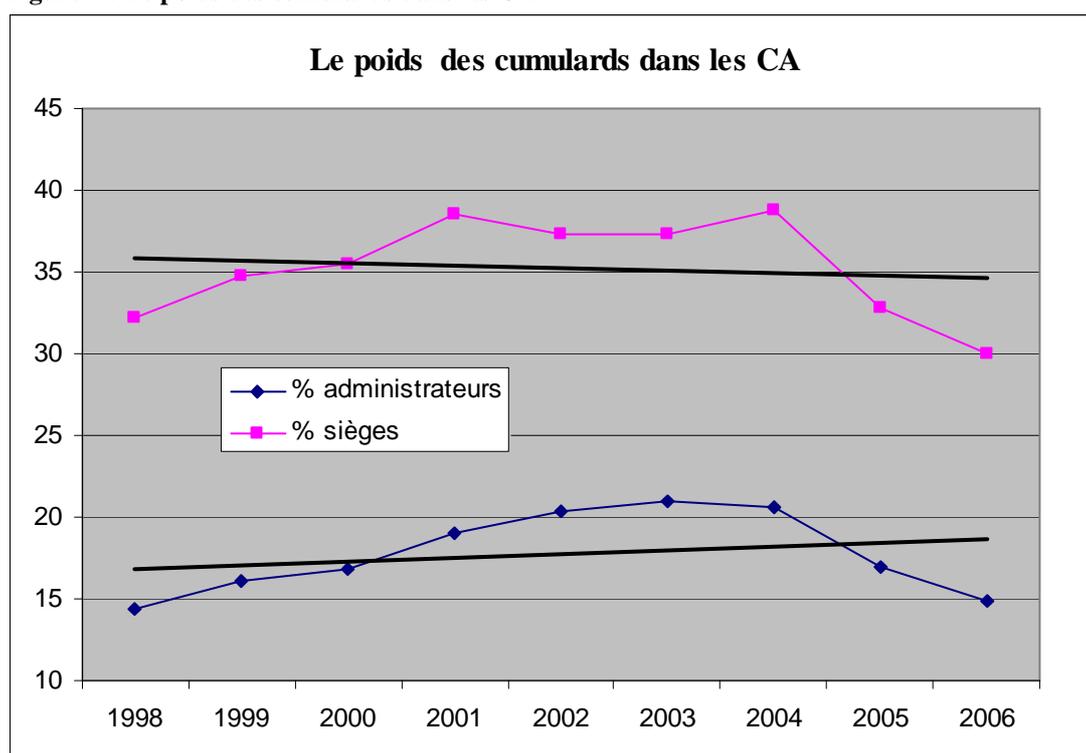


La distance moyenne fournit une confirmation de ces résultats. On observe tout d'abord que les distances moyennes sont faibles et décroissantes. La distance maximale entre sociétés est égale à 4 en 1998 comme en 2006. Veolia qui n'est que la quatrième société dans les mesures de centralité réussit même à n'être qu'à une distance maximale de 2.

Ces remarques peuvent être rapprochées de l'évolution du pourcentage de cumulards dans la population des administrateurs du CAC 40. Ce pourcentage varie entre un minimum de 14% en 1998 et 23% en 2003. Après ce pic, il fléchit par la suite pour se retrouver en fin de période autour des valeurs initiales. Mais le cumul

des sièges conduit à un pourcentage de sièges détenus par les cumulards beaucoup plus élevé et variant entre 30 et 38%. Comme on l'a déjà indiqué, la valeur basse atteinte en fin de période correspond à l'entrée de Mittal dans le CAC 40 et les entrées au conseil d'administration d'EADS de Lakshmi Mittal en même temps que celle de Michel Pébereau (agence Reuters, 5/10/2007) devraient relever sensiblement le pourcentage de sièges détenus par les cumulards.

Figure 4 : Le poids des cumulards dans les CA



L'observation du poids des cumulards dans les conseils d'administration permet de relier ces différents résultats. Le maintien d'une densité élevée a été rendu possible malgré la limitation du cumul des mandats par l'accroissement du pourcentage des administrateurs cumulards (détenant deux ou trois sièges).

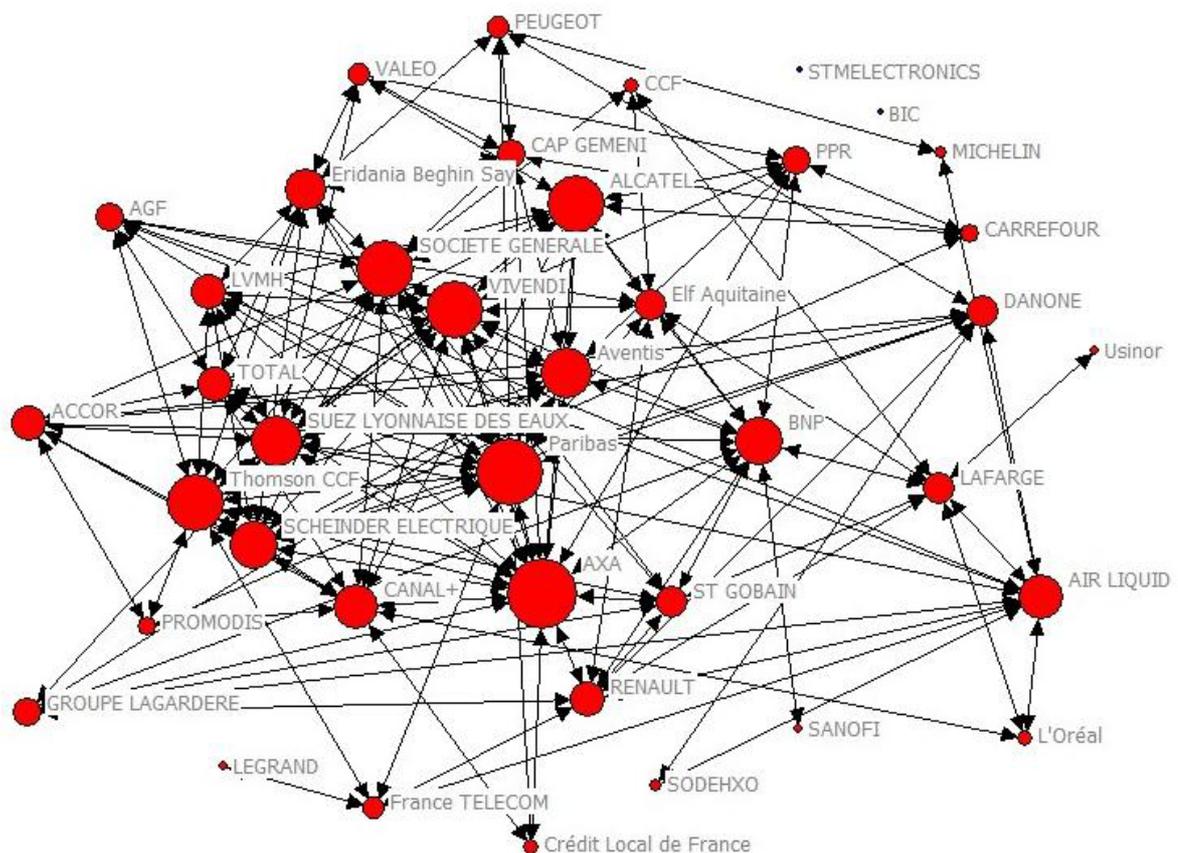
4. Conclusion

Notre étude montre que les réseaux de sociétés formés par le cumul de mandats d'administrateurs restent vivaces au sein des plus grandes sociétés françaises. Cette persistance peut s'expliquer par l'effet « small world » qui a tendance à s'amplifier

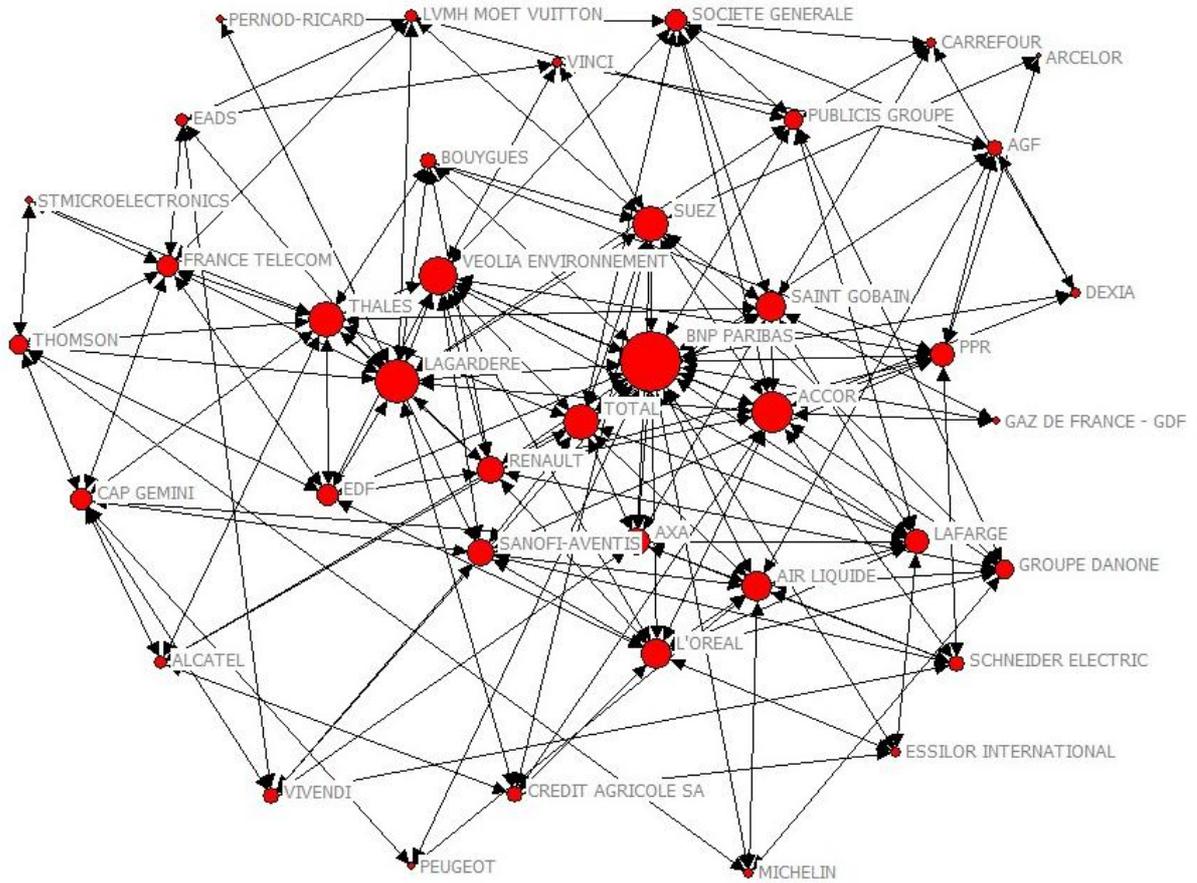
de façon paradoxale à l'heure de la mondialisation. L'étude biographique des administrateurs (cf. Chaabani, 2004) éclaire ce phénomène tandis qu'un rapprochement avec les performances permettrait de l'évaluer en termes d'efficacité.

Il conviendrait également d'élargir le champ d'observation par exemple au SBF 120 ou à l'ensemble des sociétés cotées pour s'assurer que le maillage de l'économie française observé en 1998 a résisté aux changements de la dernière décennie.

Graphe I : Les connexions au sein du CAC 40 en 1998 – (38 sociétés Interconnectées et 2 Isolés)



Graphe II : Les connexions au sein du CAC 40 en 2006 – toutes les sociétés sont interconnectées



5. Bibliographie

AFG (1998-2001-2004), *Recommandation sur le gouvernement d'entreprise*, <http://www.afg.asso.fr/upload/14/Fichier158.pdf>

ALCOUFFE Alain et Christiane ALCOUFFE (direction) 2002, *Les entreprises françaises et le gouvernement d'entreprise : analyse et comparaisons européennes*, juillet 2002, rapport au Commissariat général du Plan.

ALCOUFFE Christiane, (2000), « Judges and CEO: French aspects of corporate governance *European Journal of Law and Economics* ». Vol 9; 2, pp. 127-144.

BEINER S. DROBETZ W., SCHMID F. and ZIMMERMANN H., Is Board Size an Independent Corporate Governance Mechanism? *Kyklos* Vol. 3, p. 327-356, 2004

BERLE, Adolph A., and Gardiner C. Means, (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Commerce Clearing House.

BOONEA, Audra L., CASARES Field Laura, KARPOFF Jonathan M. , RAHEJAD Charu G. (2007), « The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis », *Journal of Financial Economics* 85 66–101.

CHAABENI Sihem, 2003, *Les PDG français et leur rôle dans le gouvernement d'entreprise*, thèse de sciences économiques, Toulouse.

CHARREAUX Gérard, (2003), « Le point sur les réseaux d'administrateurs et de dirigeants », *Cahier du FARGO* n° 1030801,.

CLARKE Thomas, (1998), « The stakeholder corporation: A business philosophy for the information age, *Long Range Planning*, » Volume 31, Issue 2, April, 182-194.

CLEMENT, Pascal, (2004), *Proposition de loi sur la gouvernance des sociétés commerciales*, <http://www.assemblee-nationale.fr/12/pdf/propositions/pion1407.pdf>).

CONAC Pierre-Henri, (2001), « La dissociation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général des sociétés anonymes selon la loi relative aux nouvelles régulations économiques », *Droit 21*, ER 052

DAVIS, Gerald F., MIZRUCHI Mark S. « The money center cannot hold: commercial banks in the U.S. system of corporate governance », *Administrative Science Quarterly*, June, 1999

DEGENNE , Alain, FORSE , Michel; (2004), *Les réseaux sociaux*, Paris , A. Colin

DESPAX Michel, (1956), *L'entreprise et le droit*, Thèse Droit, Toulouse.

GODARD Laurence & SCHATT Alain, (2004). « Caractéristiques et fonctionnement des conseils d'administration français:un état des lieux », Working Papers FARGO 1040201, Université de Bourgogne.

GODARD Laurence & SCHATT Alain, (2004), « Les déterminants de la "qualité" des conseils d'administration français », Working Papers FARGO 1040603, Université de Bourgogne - LEG/Fargo.

JENSEN, M.C. and W.H. MECKLING, (1976), « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics* 3: 305–360.

HÖPNER, Martin; KREMPEL, Lothar, 2004, « The Politics of the German Company Network », *Competition & Change*, December, Vol. 8 Issue 4, 339-356.

MESTRE (J), VELARDOCCHIO (D.), BLANCHARD-SEBASTIEN (C.), 2002, *Sociétés commerciales*, Paris, Lamy, p. 1277, n° 1277.

MIZRUCHI Mark S. (1996), « What Do Interlocks Do? An Analysis, Critique, and Assessment of Research on Interlocking Directorates » *Annual Review of Sociology* Vol. 22: 271-298

OCDE, (1997), *Études Économiques de la France : thèmes spéciaux ; marché du travail, gouvernement d'entreprise*, Paris.

OECD, (2004), *Principles of Corporate Governance*, éditions de l'OCDE, Paris,.

PLIHON D. (2004), « Le capitalisme financier redessine l'industrie », *Sociétal* ; 46; p. 79.

VIENOT Marc (1995, 1999), « Rapport du comité sur le gouvernement d'entreprise », <http://www.medef.fr/>,

WINDOLF, Paul (1999) « L'évolution du capitalisme moderne : La France dans une perspective comparative » *Revue Française de Sociologie*, Vol. 40, No. 3. (Jul. - Sep.), pp. 501-529.

WINDOLF, Paul (2000) « Was wird aus der Deutschland AG, Vortrag auf dem Kongress der Deutschen » Gesellschaft für Soziologie, September 2000

YEO , Hee-Jung, POCHEM Christine, ALCOUFFE Alain, 2003, « CEO Reciprocal Interlocks in French Corporations », *Journal of Management & Governance*, Volume 7, Issue 1, pp. 87-108

CHAPITRE II : FONDS SOUVERAINS ET GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE : UN ETAT DES LIEUX

Alimentée par la déréglementation, la désintermédiation et le développement des technologies de la communication, la globalisation financière engagée depuis plus de vingt ans a fait d'une information partagée à l'échelle planétaire une information instantanée. Dès lors, la finance mondiale devient un ensemble homogène et interdépendant. Cet ensemble fonctionne aujourd'hui selon ses propres règles, dont l'un des principaux moteurs est la mobilité accrue des capitaux. La volatilité des capitaux draine des masses de financement sans commune mesure avec le passé, suivant en cela la philosophie libérale portée par les pays occidentaux, et plus particulièrement par les Etats-Unis. François Morin (2006) stipule que « *les promoteurs de la libéralisation financière considèrent que la sphère financière peut exercer des effets d'entraînement puissants sur la croissance économique. Pour y parvenir, cette sphère doit se libérer des contraintes que fait peser sur elle la régulation étatique* » (p.16). Pourtant, les états ne sont pas exclus de la montée en puissance du dynamisme boursier. Ils jouent un rôle important, un rôle inédit, détaché de toute volonté régulatrice pour répondre au contraire à une logique de marché.

Sur les marchés financiers, les acteurs ne sont plus seulement des firmes privées, comme par exemple des banques et des investisseurs institutionnels. Les acteurs publics jouent à présent un rôle considérable, devenant partie prenante du processus. En plus de fixer les règles du jeu, et d'exercer des actions de régulation opérationnelles, ils deviennent des investisseurs avertis. A la différence des institutions monétaires et financières internationales et des banques centrales, les gouvernements ne sont plus seulement des arbitres sur le marché. Ils jouent un rôle de premier plan sur ces derniers, à travers la gestion de fonds souverains. D'ailleurs,

la nouvelle crise des subprimes a révélé que ces nouveaux acteurs ont vu leur poids se renforcer de façon spectaculaire : leurs avoirs ont été multipliés par 9 depuis fin 2002 (Ch.Portman, 2008) pour atteindre, selon les estimations du FMI, 2500 milliards de dollars en 2008.

Un fonds souverain (*sovereign wealth funds*), ou fonds d'état, est un fonds de placement financier (actions, obligations, etc.) détenu par un État. Ces fonds sont détenus et contrôlés par des gouvernements et alimentés par des ressources en devises. Le FMI dans son rapport (*la stabilité financière dans le monde octobre 2007*) distingue cinq types de fonds souverains :

- Les fonds de stabilisation ont pour objectif premier de protéger les finances publiques et l'économie nationale des fluctuations des prix des produits de base (en général le pétrole).
- Les fonds d'épargne au profit des générations futures visent à convertir des actifs non renouvelables en un portefeuille plus diversifié.
- Les sociétés de placement des réserves, dont les actifs restent souvent assimilés à des avoirs de réserve, sont créées pour accroître le rendement des réserves.
- Les fonds de développement, qui servent généralement à financer des projets socio-économiques ou à promouvoir des politiques industrielles, sont propres à stimuler la croissance de la production potentielle d'un pays.
- Les fonds de réserve de retraite conditionnels permettent de faire face (à l'aide de ressources autres que les cotisations de retraite des particuliers) à des engagements imprévus non spécifiés au titre des retraites dans le bilan de l'État.

Indéniablement, l'on assiste aujourd'hui à l'affirmation des fonds souverains comme nouveaux acteurs de la finance globalisée. Le rôle et l'objectif des fonds souverains restent mal définis. Les économistes et les institutions monétaires et

financières restent divisés sur leurs objectifs. Les fonds souverains doivent se garder de reproduire le schéma des fonds de pension, dont l'émergence à fin des années 90, s'est suivie d'une remise en cause importante. Parce qu'ils avaient exigé des pratiques de gouvernance d'entreprise privilégiant le rendement et la création de valeur pour l'actionnaire, ces fonds ont été accusés de déstabiliser le monde industriel. De même, les fonds souverains ne devraient pas reproduire le développement des *hedges funds* ou « fonds spéculatifs », accusés à leur tour de mimétisme et de court-termisme (M. Blanchard 2001). A présent, c'est l'impact des fonds souverains qu'il importe d'observer et de mesurer.

Les fonds souverains dépassent les fonds spéculatifs et les fonds de pensions en termes de gestion d'actifs, à hauteur de 2900 milliards de dollars¹². Longtemps ignorées alors qu'elles existent depuis les années 50, ces entités ont été propulsées sur la scène internationale lors de la crise de la finance mondiale de 2008. Bien que les premiers fonds aient été créés il y a quelques décennies pour atténuer les perturbations liées à la volatilité du prix du pétrole (S. Jen, 2007). Plus précisément, le premier fond souverain a fait son apparition au Koweït en 1950, puis un fond de la possession britannique des îles Kiribati dans le Pacifique. Mais la majorité des fonds souverains est apparue à la suite des premières crises pétrolières au milieu des années 70 afin d'investir le surplus de richesses généré par l'exploration de matières premières (D. Lachman, 2008).

Sans conteste, les pionniers de l'investissement souverain sont les pays exportateurs de pétrole (Koweït et Emirats Arabes-Unis, Norvège), et les nouveaux pays industrialisés (Singapour, Chine, Malaisie). Dans la plupart des pays industrialisés à l'exception de la Norvège, il est difficile de faire une distinction entre les agences d'investissement d'états et les fonds souverains. C'est ce que démontre le rapport d'enquête de l'inspection générale des finances relatif aux conditions d'exercice des missions du ministère de l'économie, des finances et de l'emploi dans le dossier EADS. Le jeudi 11 octobre 2007, lors de l'audition de Mme Christine Lagarde,

¹² Selon les prévisions du FMI *opcit.*.

Ministre de l'économie, des finances et de l'emploi, et de M. Bertrand Schneiter, Inspecteur général des finances, la ministre affirmait que

« *La caisse des dépôts, ou l'APE dans une certaine mesure aussi, constitue un fond souverain* ». Il reste donc délicat d'observer les fonds souverains, quand leur définition elle-même reste problématique.

La présence de fonds souverains dans le capital des entreprises occidentales soulève des inquiétudes quant aux motivations de ce type d'investissement. Contrôlés par des états, ces fonds pourraient avoir des objectifs non commerciaux, voire géopolitiques (H. Rey, 2008). En effet, les économistes et les spécialistes restent divisés sur le rôle joué par l'investissement souverain sur la scène de la finance mondiale. Et l'on oscille entre une logique d'investissement privé à long terme (S. Jen, 2008 ; P. Artus, 2008 ; D. Lachman, 2008 ; P. Dockés, 2008 ; M. Aglietta, 2008) et une vision stratégique (B. Cœuré, 2008 ; H. Rey, 2008 ; L. Summers, 2008). Les organismes internationaux comme le FMI et l'OCDE émettent quant à eux l'hypothèse selon laquelle les fonds souverains jouent le rôle de recyclage de l'épargne à l'échelle internationale. Dans l'optique de vérifier cette hypothèse, nous proposons d'analyser la montée en puissance de ce type d'investissement dans les entreprises cotées.

A la suite de polémique (La Tribune, 3 septembre 2007) autour de ce type d'investissement, nous appréhenderons dans un premier axe une étude exploratoire des principaux fonds souverains opérant sur le marché de l'action. Nous présenterons une analyse de la valeur de leurs portefeuilles¹³ et la répartition sectorielle des avoirs souverains. Dans une seconde partie, nous nous attacherons à expliquer la logique d'investissement des fonds souverains.

¹³Nous nous limiterons à l'étude des participations de fonds souverains sous forme d'actifs industriels. Nous écarterons donc les positions prises sous forme d'obligations. Par ailleurs, compte tenu de la difficulté de distinguer l'origine des participations de fonds souverains, nous ne ferons pas de distinction entre les avoirs liés à des mouvements de privatisation et les avoirs résultant d'un transfert de réserves pétrolières. Nous étudierons un échantillon d'investisseurs identifiés comme publics et présents sur le marché des actions.

1. Etude descriptive des principaux fonds souverains

Les quelques annonces de prise de participations spectaculaires dans le capital de groupes bancaires américains, à la suite de la crise des subprimes, ont mis à jour le nouveau poids des fonds souverains. Les causes de cet engouement sont la masse de financement mobilisée par ces fonds. En 2008, les encours des fonds d'Etat dits « souverains » représentent, selon le FMI, quelques 2900 milliards de dollars. Ils s'élèveront de 12 000 à 15 000 \$ à l'horizon 2015 (Natexis, Morgan Stanley). Puisque ces nouveaux géants de la finance sont considérés comme vecteur de transmission de l'épargne du Sud vers le Nord, il s'avère important, dans un premier temps, de dresser l'origine de leurs avoirs. L'hypothèse d'un caractère stratégique de ce type d'investissement nous poussera à nous interroger sur leurs secteurs cibles. Une seconde section exposera la répartition sectorielle et la taille des actifs détenus.

1.1 La répartition géographique de l'investissement souverain

Longtemps ignorés, les acteurs publics de la finance mondiale ont profité de l'enchérissement du cours des matières premières et énergétiques, à l'origine de l'augmentation des avoirs en devise des pays du Sud. Cependant, les fonds souverains détenus par des états suite à des mouvements de privatisation doivent être distingués des fonds alimentés par des réserves nationales qui agissent dans la même logique qu'un fonds privé.

Il existe plusieurs façons d'alimenter des fonds souverains (M. Aglietta, 2008). La première, ce sont les ressources provenant de la hausse des matières premières. La seconde est l'accumulation des réserves de change. La troisième source tient à la poursuite des opérations de transfert des réserves des banques centrales aux fonds souverains. La quatrième source d'expansion de fonds est la capitalisation des revenus tirés du stock de revenus existants, les fonds vont contribuer au financement des budgets publics. Enfin, la cinquième source reste sans doute la plus importante à long terme, elle consiste dans la création et le développement de fonds

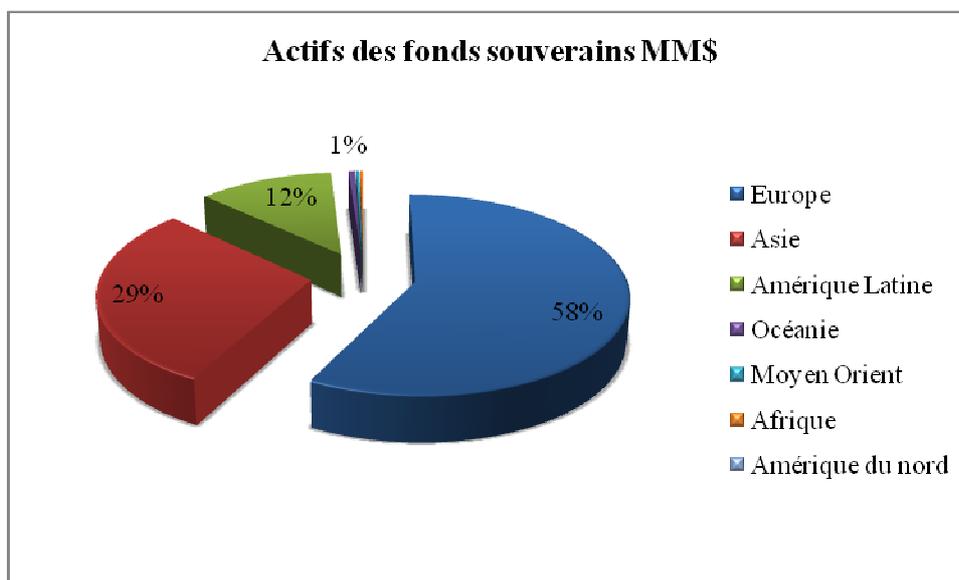
qui seront alimentés par l'épargne obligataire des régimes de retraite, dans les pays à forte épargne. On¹⁴ compte 151 fonds souverains sur les marchés de l'action. Parmi eux, 55 gèrent plus d'un milliard de dollars et 25 plus de 10 milliards de dollars. Ces fonds totalisent plus de 1 697,475 milliards de dollars, soit près de 68 % du volume total d'actifs gérés par les fonds d'états. La répartition géographique (graphique I) fait ressortir que les fonds européens représentent 58% des actifs gérés, avec la Russie et la France en tête. Alors que l'Amérique du Nord et l'Australie sont quasi-absentes, l'Asie concentre 29% de ces avoirs. Les fonds du Moyen Orient¹⁵ ne représentent que 1% (le Koweït détient 16,9 Milliards de dollars) de l'investissement souverain sur le marché des actions, faisant le choix d'investir vers d'autres marchés, notamment obligataires.

La forte présence des fonds asiatiques confirme la tendance amorcée depuis 2002. En effet, jusqu'en 2001, les fonds du Moyen Orient dépassaient les fonds asiatiques. A partir de 2005, les fonds des nouveaux pays émergents vont atteindre 450 Milliards de dollars, contre 250 pour les pays du Moyen Orient (Ch. Portman, 2008). Si l'on en croit les projections, le poids de ces fonds est amené à croître. Les fonds souverains deviennent dès lors un vecteur de transmission de l'épargne à l'échelle mondiale.

¹⁴Nous nous sommes appuyés sur les données actionnariales et financières fournies par la base de données Thomson One Bankers en date du 20/08/2008.

¹⁵ L'Arabie Saoudite, les Emirats Arabes Unis et le Koweït.

Graphique I : Répartition géographique des actifs gérés par les fonds souverains



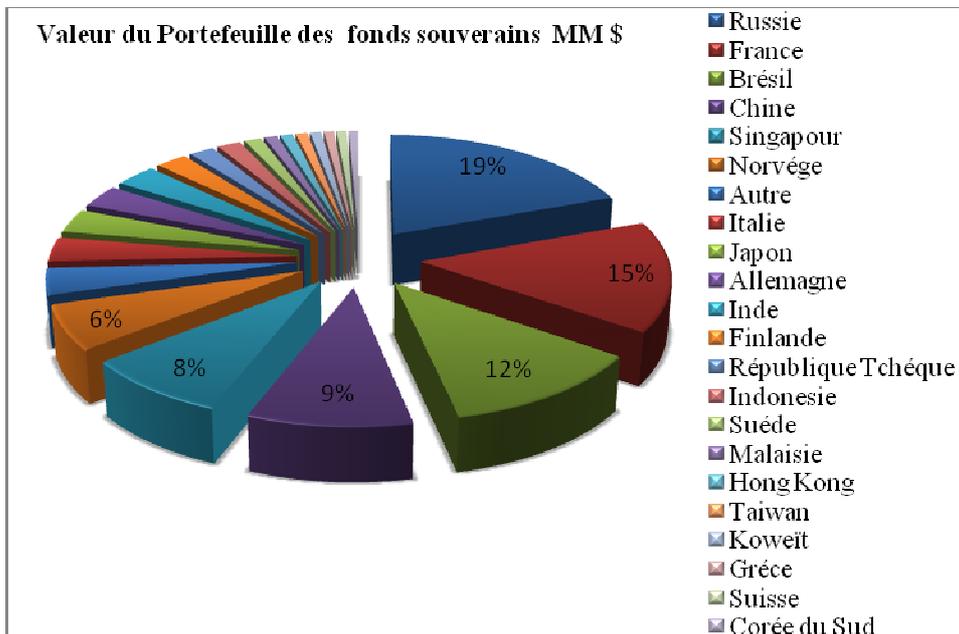
La répartition des avoirs détenus par des fonds d'Etats sous forme d'actifs cotés selon la nationalité montre une prépondérance des pays européens avec la Russie. La répartition de la valeur du portefeuille des fonds souverains selon la nationalité (graphique II) montre que la Russie vient en tête avec plus de 328 milliards de dollars. La France vient ensuite avec 257¹⁶ milliards de dollars (170 Mds €) gérés par l'Agence de participation de l'Etat Français (APE¹⁷), soit 54% du budget de l'Etat français en 2008, ou encore 12 % du PIB de 2007. Les nouveaux pays émergents viennent ensuite : le Brésil avec 202,45 Milliards de dollars, la Chine avec 158,8 et le Koweït avec plus de 13 Milliards de dollars,.

La France n'est pas le seul membre de l'Union européenne à être encore actionnaire de sociétés cotées. L'Italie, l'Allemagne, le Luxembourg, la Belgique, la Suède, la Grèce, la République Tchèque, disposent aussi de fonds gérés par des agences d'Etat. Rappelons-le, les grands absents sont le Royaume-Uni et les Etats-Unis, qui ne disposent pas de fonds souverains. Ce qui confirme l'absence des principaux pays anglo-saxons sur ce segment d'investissement.

¹⁶Il s'agit de la somme des participations de l'Etat français dans des entreprises cotées. Précisons que ce montant ne prend pas en compte la valeur du portefeuille de la Caisse des Dépôts et Consignations.

¹⁷Considéré comme un fonds souverain par Christine Lagarde.

Graphique II : Répartition nationale des avoirs des fonds souverains¹⁸



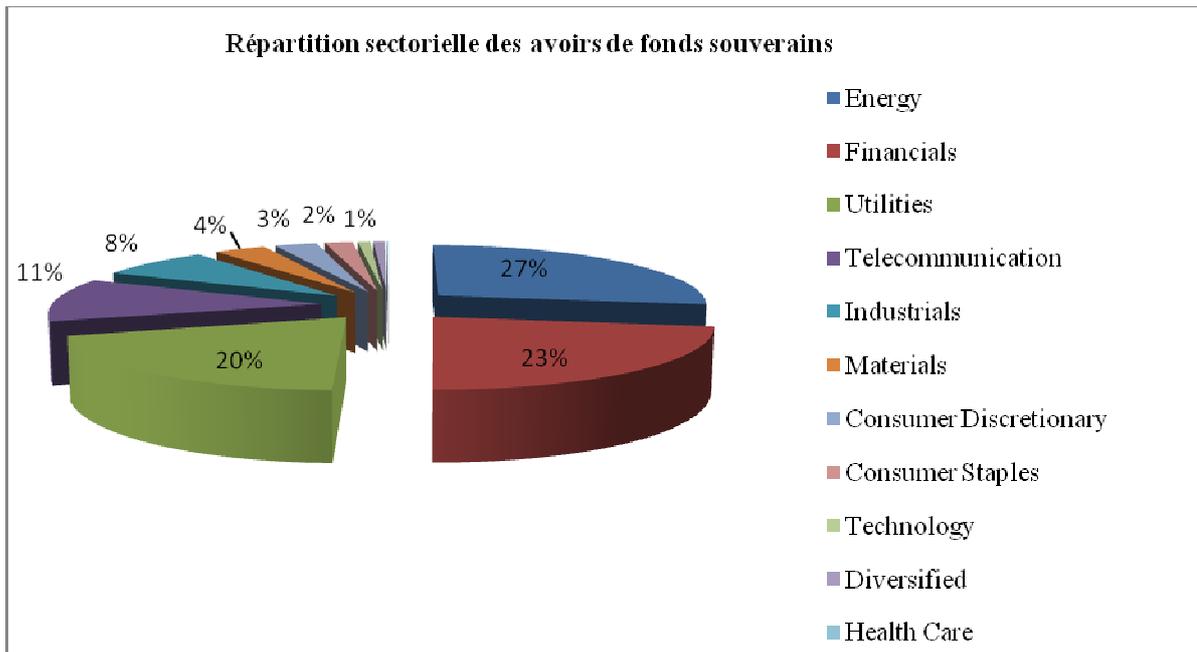
1.2 La répartition sectorielle des fonds souverains

La répartition sectorielle (*Cf graphique III*) montre que 27% des avoirs de fonds souverains sont investis dans le secteur de l'énergie, secteur hautement stratégique pour l'ensemble des investisseurs. Vient ensuite le secteur financier, à hauteur de 26%, suite à des prises de participation et à la capitalisation de banques touchées par la crise des *subprimes*. Selon une étude parue dans le Monde du 31/07/2008, « le fonds de Singapour Temasek détiendrait désormais 15 % de la banque d'affaires Merrill Lynch, ex-fleuron de Wall Street. En Grande-Bretagne, la banque Barclays, a pour actionnaires principaux l'Autorité d'investissement du Qatar (QIA), le premier d'entre eux avec 6,4 % du capital, mais aussi le fonds Challenger du premier ministre qatari (2 %) et Temasek (3 %) »¹⁹.

¹⁸ Cette répartition tient compte des origines des fonds et non pas de leur domiciliation

¹⁹ « Les fonds souverains s'installent durablement dans les pays occidentaux », *Le Monde*, 31/07/2008.

Graphique III : Répartition sectorielle des avoirs de fonds souverains

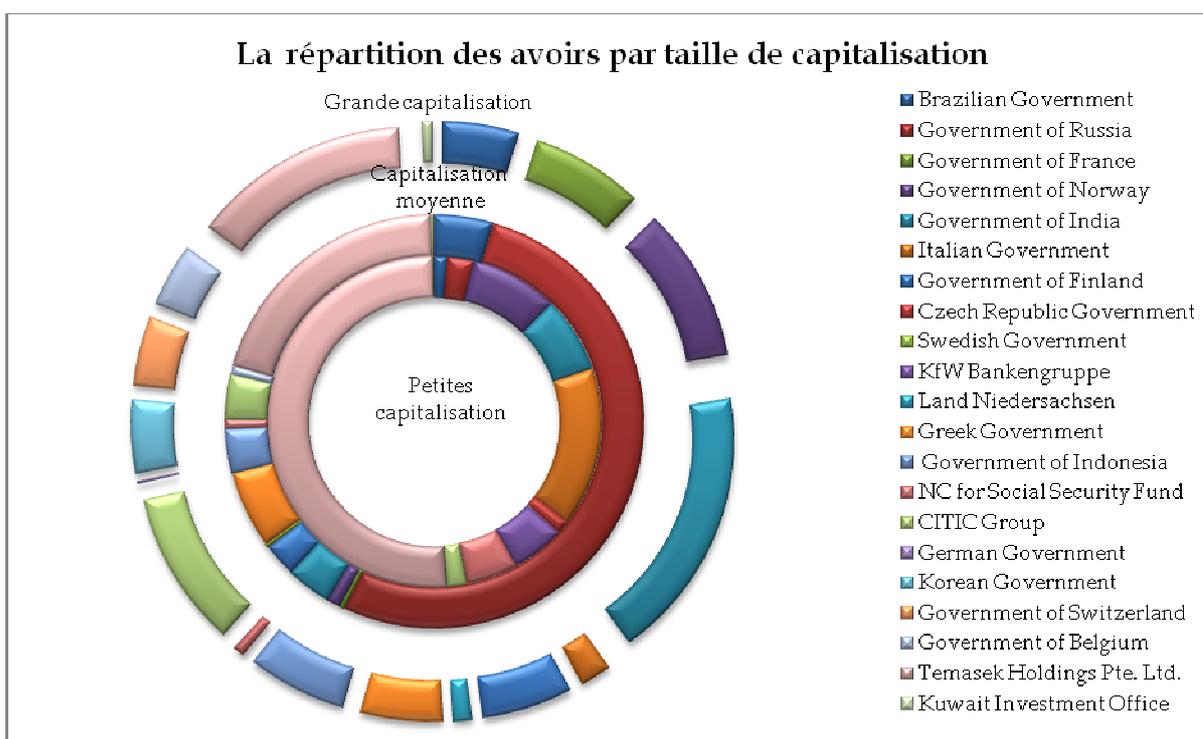


La question, soulevée par B. Cœuré, est de savoir si « *les fonds souverains placeront [...], en bons pères de famille, une épargne patiemment accumulée ou [s'ils] feront [...] main basse sur ressources naturelles, banques et technologies* » (p.25). Néanmoins, la majorité des actifs industriels détenus par des fonds d'Etats sont dus à des mouvements de privatisation de champions nationaux, notamment dans le secteur des télécommunications et du transport aérien (S. Jen, 2008). La forte présence des fonds d'Etat dans le secteur bancaire et financier tient en premier lieu au fait que certains fonds des nouveaux pays émergents possèdent des participations dans leurs secteurs bancaires récemment privatisés, et dans des groupes énergétiques comme la Russie, le Brésil ou la France.

Un autre élément révélateur du caractère stratégique de l'investissement souverain est celui de la taille de la capitalisation des groupes constituant le portefeuille d'actifs. D'ailleurs, il existe une corrélation positive entre la taille de la capitalisation et le niveau de développement de leurs pays d'origine. En effet, les fonds souverains de pays comme la France, la Norvège, l'Allemagne, l'Italie, disposent de participations de sociétés qui ont une large capitalisation boursière. A l'inverse, les nouveaux pays émergents comme le Brésil, la Chine, la Russie,

l'Indonésie possèdent des actifs avec des capitalisations boursières moyennes, voire petites. Ceci peut être expliqué par le fait que le processus de privatisation est intervenu tardivement chez ces derniers et que les groupes récemment introduits sur le marché financier n'ont pas pu profiter de la croissance des marchés des années 1990.

Graphique IV : La capitalisation des actifs de fonds souverains



Source : Thomson one Banker présentation propre à l'auteur

Nous avons constaté que le taux de pénétration de grande capitalisation par les fonds souverains reste modéré. Alors que les économies émergentes connaissent une expansion rapide, les capitaux ne se déplacent plus principalement du Nord vers le Sud, mais du Sud vers le Nord. En revanche, le nombre des groupes détenus par les fonds souverains est amené à croître. Une enquête réalisée pour Le Monde par le cabinet britannique Dealogic « *montre un essor spectaculaire de leurs acquisitions depuis quinze ans. Celles-ci sont passées de 60 millions de dollars en 1995 à 429 millions de dollars en 2000, 5,1 milliards en 2004, 18,5 milliards en 2006, 54,1 milliards en 2007 et déjà 49,2 milliards cette année avec 43 acquisitions* »²⁰.

La logique de ces acquisitions n'a pas encore été cernée par les analystes. Néanmoins, Patrick Artus rappelle que l'évolution vers des investissements plus sophistiqués de la part des pays émergents correspond à deux volontés :

²⁰Le monde opcit

- Une volonté stratégique : l'acquisition de technologies par les pays émergents, qui passe par ces acquisitions d'entreprises, plus efficaces que les transferts de technologie liés aux investissements directs à l'étranger dans les pays émergents.
- La volonté d'organiser le passage progressif à un régime de plus grande flexibilité de changes et le recyclage des excédents extérieurs des pays émergents et exportateurs de matières premières.

De l'ensemble de ces observations, une interrogation fondamentale se dégage. La diversification annoncée dans les investissements des pays émergents en faveur des actions (sous la forme d'achat sur les marchés et d'acquisitions) et le développement des fonds souverains sont-ils corrélés à l'accroissement de la taille des flux de capitaux privés (individus, investisseurs institutionnels, entreprises) ?

2. La logique privée des fonds souverains : la création de valeur pour la collectivité ?

La crise des prêts hypothécaires ou *subprimes* a joué un rôle de révélateur dans l'identification d'une nouvelle puissance sur les marchés financiers. Après les fonds de pensions, les *hedge funds*, les fonds souverains retiennent l'attention à leur tour. Selon l'OCDE, ils seraient appelés à devenir les nouveaux garants de la stabilité de la finance mondiale. D'ailleurs, à la lecture du rapport de l'organisation²¹ on peut s'interroger clairement sur l'émergence d'une nouvelle forme de capitalisme. La position de la France confirme cette vision : elle appelle les fonds souverains à contribuer à la stabilité du système financier mondial et à améliorer sa transparence. Malgré la priorité accordée à la compréhension et à la régulation de ce type d'investissements, la plupart des organisations gouvernementales et non gouvernementales peinent à définir la place et le rôle à accorder à ces nouveaux acteurs²².

2.1. L'intérêt des fonds souverains : le développement et la stabilisation de l'économie

Dans son rapport de l'année 2008, l'OCDE confirme que la montée en puissance des fonds souverains constitue un élément majeur de la mutation de l'économie mondiale. Car les fonds souverains offrent de nombreux avantages : ils « *ont permis de stabiliser les marchés désertés par des investisseurs prêts à prendre des risques compte tenu de la morosité post-crise* ». En outre, « *ils participent généralement à recycler l'épargne à l'échelle internationale. Ils participent au développement de leur pays d'origine ; ils protègent leurs économies de la volatilité sur les marchés de matières premières, améliorent l'arbitrage entre le risque et le rendement des portefeuilles contrôlés par l'Etat. Ils procurent aussi des avantages aux pays cibles en stimulant l'activité des entreprises* » (p.3). Ainsi l'Organisation se félicite-t-elle

²¹Rapport du Comité de l'investissement, Editions de l'OCDE, 4/04/2008.

²² Le 1^{er} mai 2008, le FMI a annoncé la création d'un groupe de travail international sur les fonds souverains pour faciliter l'élaboration de principes applicables à titre facultatif. En outre, Christine Lagarde, Ministre de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi, a confié une mission sur les fonds souverains à A. Demarolle, qui a rendu son rapport le 15 mai 2008.

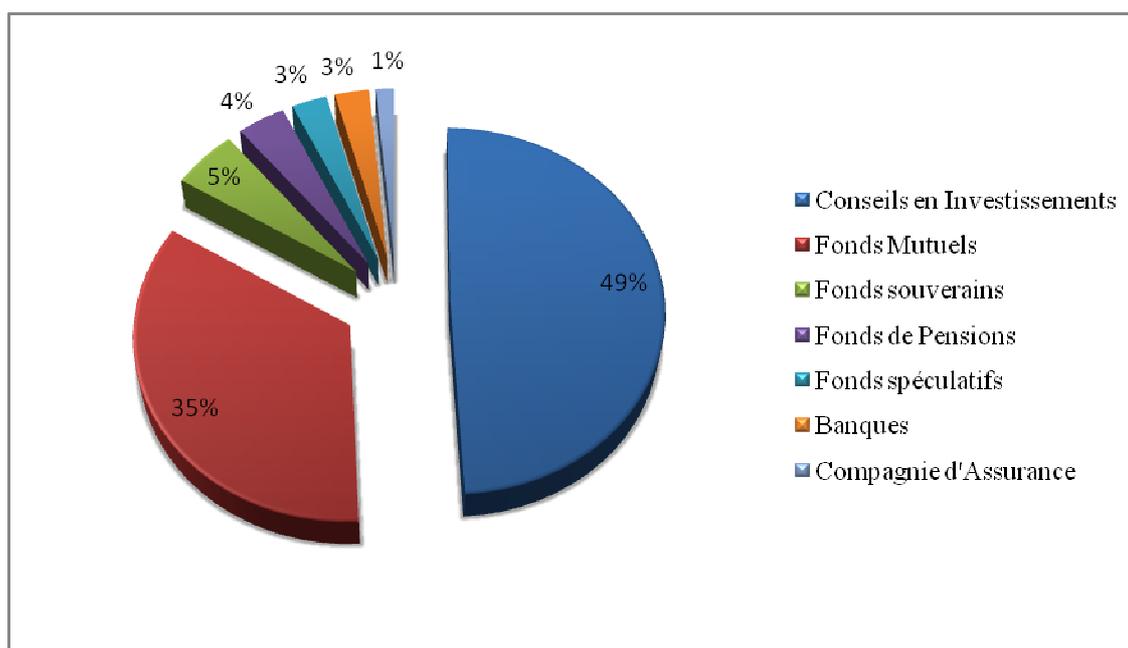
de ces retombées pour les pays d'origine et d'accueil, mais exige plus de transparence et d'équité.

Outre Atlantique, la logique est la même : Robert Kimmit, secrétaire adjoint américain au Trésor, se dit prêt à accueillir des investissements souverains, tout en appelant à la vigilance face à la taille et à la croissance de ces fonds. Larry Summers²³ émet des mises en garde quant à la politisation des ces investissements. On parle même de nationalisation transfrontière (A. Achour et Al, 2007). Tandis que D. Lachman (2008) soutient une autre hypothèse : selon l'auteur, les fonds souverains se comporteraient comme des fonds d'investissements privés et ils seraient, d'une importance bien trop secondaire pour stabiliser des marchés financiers. En France c'est cette vision qui prévaut. Les fonds souverains participent évidemment à cette diversification, mais n'en sont qu'un élément. Leur encours ne représente que 20% du total des liquidités détenues en Asie, dont une partie importante va être diversifiée en actifs plus rentables, notamment en actions étrangères (P. Dockés, 2008).

En juin 2008, les fonds souverains dépassaient à la fois les fonds de pensions, les *hedge funds*, et les banques en termes de gestion d'actifs. En mai 2008, les conseillers en investissement totalisaient un volume d'actifs de plus de 16 524 milliards de dollars, contre 11 622 pour les fonds mutuels, 1 971,62 milliards de dollars pour les fonds souverains devant les fonds de pensions, les fonds spéculatifs, les banques et les compagnies d'assurance.

²³ L. Summers (2007), *Opportunities in an era of large and growing official wealth. Sovereign Wealth Management* Central Banking Publications.

Graphique V : Comparaison des avoirs par type d'investisseur



Si l'on en croit les prévisions pourtant sur le volume des actifs géré par des fonds souverains à l'horizon de 2015, ces investisseurs disposeront de 15 000 milliards²⁴ de dollars. A l'instar des fonds de pensions américains, qui ont contribué à façonner un nouveau modèle de capitalisme (Giraud P.N, 2001). Car, s'appuyant sur un actionariat diffus, ces acteurs ont réussi à déplacer le contrôle de l'action de l'entreprise par les dirigeants (Bearle et Means 1932) vers les marchés financiers et ont encouragé la création de valeur pour l'actionnaire (*Shareholder value*) au détriment de l'ensemble des parties prenantes (*Stakeholder value*). Selon la typologie du FMI, les fonds souverains ont pour mission soit la stabilisation des finances publiques soit la création de valeur pour la collectivité ou les générations futures. Observerons-nous l'émergence d'un nouveau modèle de marché financier façonné, cette fois-ci, par des fonds d'Etat ?

Probablement, le rôle de ce type d'investisseurs est appelé à s'étendre dans le domaine de la politique publique et pourra, à terme, constituer une forme de nationalisation. Surtout compte tenu du fait qu'ils sont les « garants » de l'intérêt des « générations futures ». Parallèlement, l'hypothèse selon laquelle un fonds

²⁴Etude Morgan and Stanley.

souverain peut soutenir une entreprise nationale ou multinationale en difficulté n'est pas exclue. A l'heure actuelle, les organisations internationales ne régulent-elles pas les actions des Etats en ce qui concerne le respect des règles de la concurrence ? L'investissement souverain pourrait alors être envisagé comme une forme de subvention, garantissant un soutien stratégique en faveur de sociétés cotées, constituant ainsi un bouclier contre les fusions et les acquisitions d'actifs nationaux par des entreprises étrangères. Comme le rappelle Jean-Pierre Bébéze, « *les fonds souverains ne sont pas une pilule empoisonnée, mais des fonds étendus de façon défensive pour soutenir des firmes nationales, voir des « champions nationaux »*. *De fait, il est vrai que les fonds souverains peuvent inciter à des politiques erronées, de complaisance ou de protection, mettant en jeu l'indépendance stratégique des économies* » (p.20).

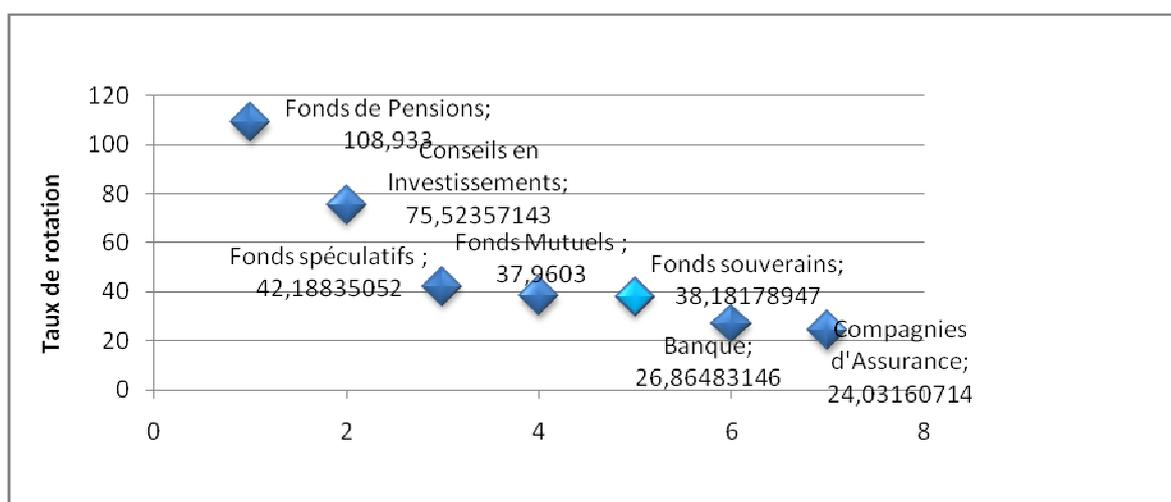
Les fonds d'Etat pourront donc constituer des pactes d'actionnaires qui, le cas échéant, influent sur le choix du management, la fermeture d'une unité de production, les licenciements, voire même des orientations stratégiques. Selon cette hypothèse, ces investisseurs sont amenés à adopter logiquement une stratégie d'investissement à long terme. « *Des investisseurs patients donneront le ton d'un tout autre modèle pour la finance globale, ou les banques d'investissement s'adaptent aux objectifs des investisseurs plutôt que l'inverse qui a prévalu jusqu'ici* » ((M. Aglietta, in fonds souverains : à nouvelle crise nouvelle solution 2008 (p.91)). Or, comme le montre le graphique ci-dessous²⁵, le taux de rotation²⁶ moyen des portefeuilles des fonds d'Etat est comparable aujourd'hui à celui des fonds mutuels, et il reste supérieur à celui de banques et des compagnies d'assurance, partenaires traditionnels des entreprises. En effet, les fonds souverains ont un taux de rotation moyen de 38,18 %. Ce taux est considéré comme modéré si on le compare à celui des fonds de pensions, s'élevant à 108,93 %. On peut donc émettre l'hypothèse selon laquelle les fonds souverains adoptent un style

²⁵L'échantillon se limite au « top 100 » de chaque type d'investisseur selon le volume d'actifs gérés (tableau 1).

²⁶Ce taux fournit une mesure de la durée de participation dans le capital d'un actif donné. Par ailleurs, il existe une corrélation positive entre un taux de rotation et les exigences en termes de rentabilité.

d'investissement peu exigeant en termes de rentabilité, soit des stratégies d'investissement moins offensives.

Graphique VI : Taux de rotation moyen des investisseurs institutionnels



Un autre indice sur les orientations de stratégie d'investissement des fonds souverains pourrait être le bénéfice par action. En effet, en comparant les prévisions de rentabilité à long terme, utilisant le bénéfice par action (BPA²⁷), il nous est possible de réaliser une estimation de la performance de l'entreprise. On remarque donc, comme le montre le tableau VIII, trois tendances : les fonds spéculatifs espèrent un BPA sur 5 ans de 15,43 %, viennent ensuite les fonds de pensions, les fonds mutuels, les fonds souverains et les conseillers en investissement, avec une prévision de BPA autour de 12 %, et enfin les banques et les compagnies d'assurance autour de 9 %.

Ces remarques confortent l'idée selon laquelle les fonds souverains ont un comportement proche de celui des investisseurs actifs, et s'éloignent des investisseurs stables, comme les banques et les compagnies d'assurance. L'hypothèse de D. Lachman et B. Cœuré (les fonds souverains adoptent une logique d'investissement privée) se confirme dans une certaine mesure : la logique privée des fonds d'Etats exige un taux de rentabilité relativement élevé et dispose d'un taux de rotation moyen supérieur à celui des banques et des compagnies

²⁷Ce ratio est calculé en divisant le bénéfice net par le nombre d'actions.

d'assurance. Par contre, la taille de ces fonds est déjà supérieure à ceux qui ont réussi à imposer leur logique de rentabilité sur les marchés financiers (fonds de pensions et fonds spéculatifs).

Tableau VIII : Comparaison du volume d'actifs détenus par les investisseurs institutionnels

Type d'investisseur	Volume D'actifs MM \$ Top 100	Volume actifs MM\$ Total	Représentativité	Taux de rotation Moyen
Fonds de Pensions	1 271 219,21	1 301 843,40	97,65%	108,93
Conseils en Investissements	10 713 725,42	16 524 033,88	64,84%	75,52
Fonds spéculatifs	600 666,76	947 758,98	63,38%	42,19
Fonds souverains	1 971 163,74	1 971 619,06	99,98%	38,18
Fonds Mutuels	3 293 414,24	11 621 837,59	28,34%	37,96
Banque	855 566,56	929 399,49	92,06%	26,86
Compagnies d'Assurance	486 079,69	492 738,32	98,65%	24,03

Source : Thomson One banker (décembre 2008)

Ce constat est d'autant plus significatif au regard de la rentabilité réalisée par les fonds souverains. Par exemple, le fonds chinois CITIC group²⁸ a réalisé, fin mars 2008, une marge nette de 28,81%. Et dix des plus importants fonds d'Etat ont réalisé une marge nette supérieure à 15%, la moyenne de la marge nette de 20 fonds étant de 14,4%. Tandis que, sur la même période, la marge nette des fonds mutuels est restée à 1,12%, et que l'ensemble des autres types d'investisseurs institutionnels

²⁸ China International Trust Investment Corp.

ont une marge nulle ou négative²⁹. En mars 2008, la plupart des fonds souverains ont réalisé des performances financières plutôt satisfaisantes compte tenu du contexte de crise et d'endettement. Cette tendance peut s'expliquer par le fait que les fonds souverains ont été moins exposés au risque sur le marché de l'action. Les fonds souverains dirigent la majorité de leurs avoirs vers des actifs industriels³⁰ et compatriotes et de ce fait ont moins subi les pertes liées à des produits financiers *drivés* comme les *subprimes*.

2.2 La montée en puissance des fonds dans le capital des sociétés cotées

Les acquisitions des fonds souverains, notamment des banques anglo-saxonnes, ont soulevé des inquiétudes quant à la logique à adopter face à ce type de fonds. La présence dans le capital d'une société cotée de fonds publics n'est pas un phénomène nouveau. De nombreux pays, notamment européens, possèdent encore des participations dans leurs « champions nationaux » privatisés. A titre d'exemple, la France possède des participations stratégiques dans de nombreux groupes cotés comme Renault, France Télécom ou encore Air France. La même observation peut être dressée en Italie, en Allemagne ou en Norvège. La présence de fonds alimentés par des Etats étrangers dans le capital des groupes européens et nord américains peut toutefois sembler inquiétante. Si l'on observe les acquisitions d'institutions financières opérées suite à la crise des prêts hypothécaires en 2008 par des fonds publics, nous constatons que les mouvements d'acquisition touchent l'ensemble des secteurs.

²⁹ Barclays Global Investors N.A., le plus important fond d'investissement, réalise une marge nette de -70,11%. Le plus important fonds de pension TIAA-CREF a une marge nette de -26,62% (mai 2008).

³⁰Ces actifs ont été moins exposés à la crise des *subprimes*.

Tableau IX: Les acquisitions des fonds souverains

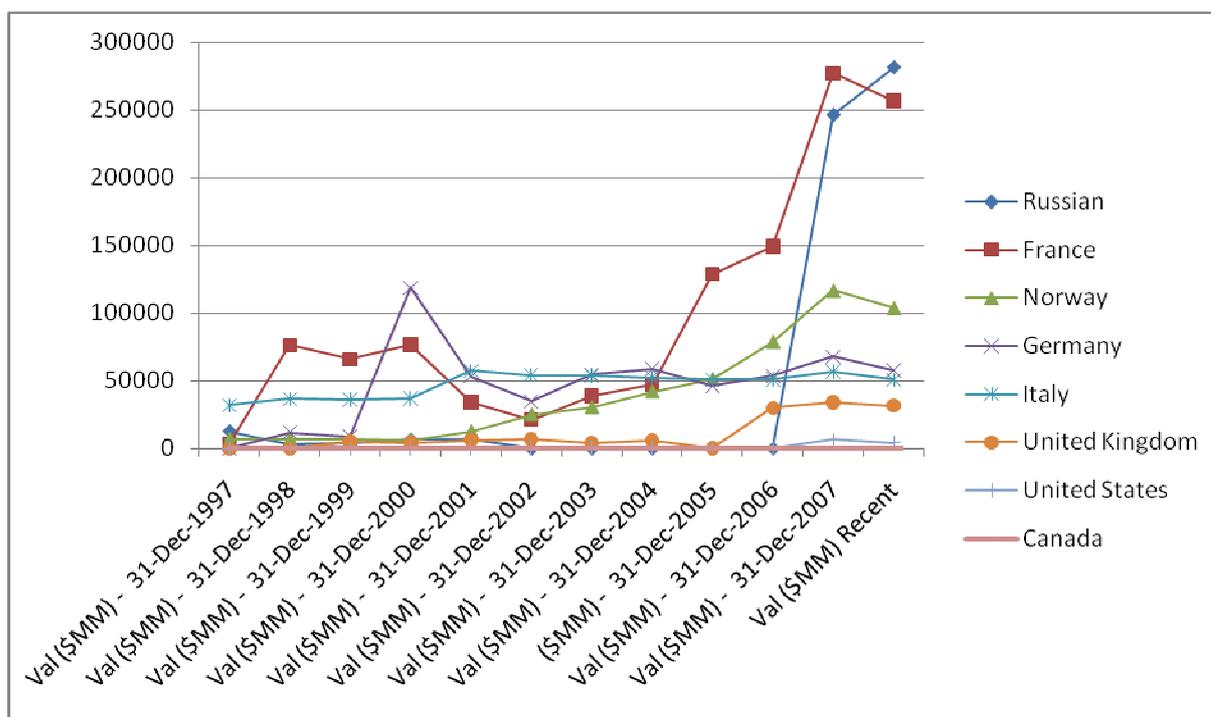
Catégorie	Position (MM\$)	Mouvements (MM\$)	Nombres d'actifs	Actifs achetés	Actifs vendus
Energie	426 775,07	18 634,16	69	17	26
Finance	388 843,87	97 112,28	402	81	192
Services aux collectivités	339 268,48	3 867,85	104	17	41
Télécommunications	192 453,40	3 300,51	60	16	20
Industrie	124 852,49	192,23	336	62	193
Matériels	60 874,01	25 357,58	152	35	78
Consommation discrétionnaire	48 683,43	695,44	372	19	214
Biens de consommation de base	30 379,91	-1 417,99	167	65	92
Technologie	14 498,26	-120,45	130	17	71
Diversifié	12 454,12	1 291,54	48	31	18
Santé	2 002,20	-315,37	74	38	33
Divers	1 268,92	624,89	54	14	6
Total	1 642 54,20	149 222,69	1 968	412	984

Source: Thomson One Banker décembre 2008

Le nombre de participations dans le capital des sociétés cotées dépasse le nombre des entrées, ce qui révèle le caractère actif de ces investisseurs. Néanmoins, le solde en volume reste positif avec plus de 149 milliards de dollars de décembre 2007 à août 2008. Les secteurs stratégiques comme l'énergie, le secteur bancaire et financier, et l'industrie bénéficient d'afflux massif des avoirs souverains. Ces trois

secteurs comptabilisent respectivement 65,07%, 12,48% et 17%, soit plus de 94% d'avoires souverains investis sur le marché des actions. En revanche, la présence de l'investissement souverain dans le capital des groupes industriels occidentaux n'est pas un phénomène nouveau. En effet, comme le montre le graphique suivant, depuis la fin de l'année 1997, l'on constate une augmentation régulière des participations détenues par les Etats dans des groupes appartenant aux pays du G8. La majorité de ces avoires a connu une augmentation régulière sur ces 5 dernières années. Si l'on en croit les prévisions, ces participations sont amenées à croître. Comme le souligne Michel Aglietta dans l'ouvrage précité, « dans la nouvelle configuration, les fonds souverains vont être des acteurs importants du recyclage des capitaux grâce à leur grande aptitude à prendre des risques. En conséquence, les flux de capitaux vont changer : moins de prêts et achats de titres obligataires, plus d'actions et de participations en capital. En effet, une partie importante de ces avoires vont être dirigés vers des actifs plus rentables sous forme d'actions étrangères » (p91).

GRAPHIQUE VII : L'EVOLUTION DES AVOIRES DE FONDS SOUVERAIN ENTRE 1997 ET 2008



Nous émettons donc l'hypothèse selon laquelle le réseau formé par les fonds souverains suite à des prises de participation dans le capital de sociétés étrangères

aura tendance à se densifier. Afin de vérifier cette hypothèse, nous avons eu recours à l'analyse du réseau.

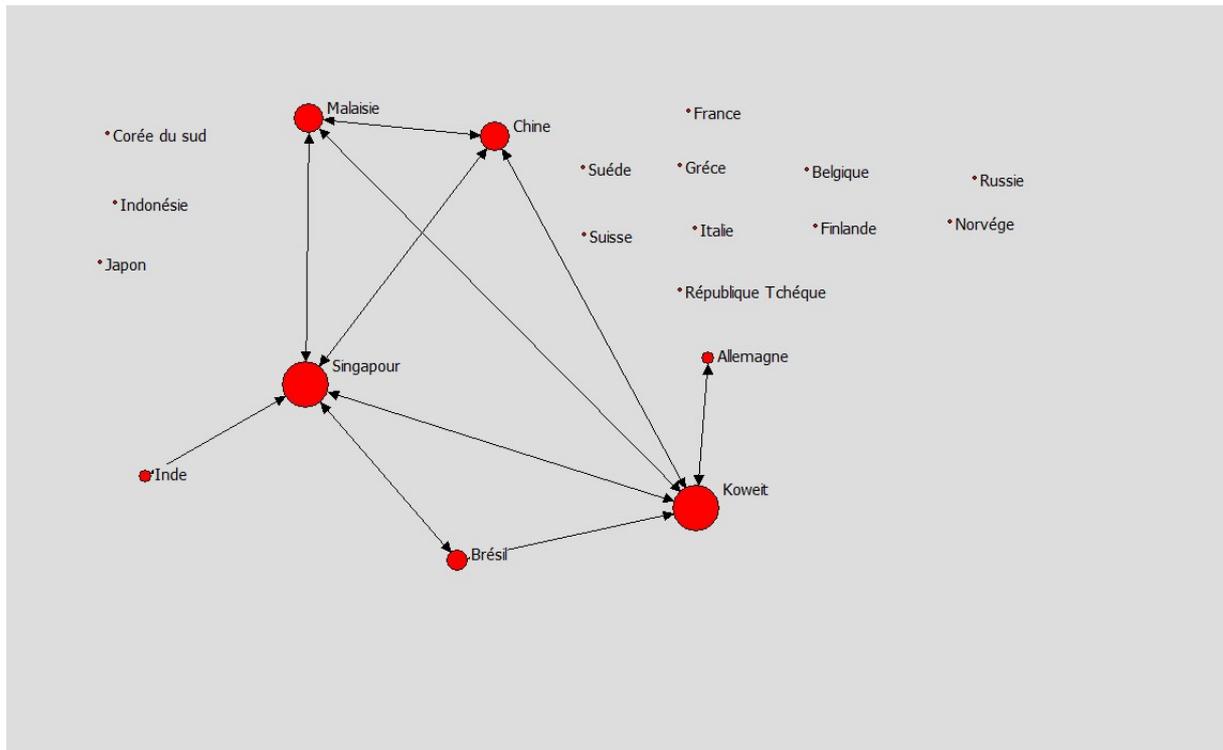
Notre méthodologie peut être décomposée en plusieurs étapes. La première étape consiste à dresser la matrice des liaisons en portant dans une matrice carrée les points de contacts. Il s'agit d'une matrice symétrique³¹. Dans cette étude, nous avons traduit dans la matrice l'existence des liaisons par le chiffre 1. Une mesure immédiate des liaisons internes à un ensemble de fonds souverains est fournie par la densité du réseau qui correspond au ratio entre le maximum de liaisons possibles et le nombre effectivement observé.

L'échantillon de ce réseau est constitué par les 25 fonds souverains qui disposent chacun de plus de 10 milliards de dollars d'actifs. Nous avons retenu ces fonds en partant du principe qu'un investisseur souverain gérant d'importants avoirs sur les marchés de l'action serait susceptible d'être présent dans le capital de groupes de nationalités différentes. En tenant compte des nationalités des groupes détenus par ces investisseurs, nous chercherons à vérifier l'hypothèse de l'OCDE selon laquelle « *les fonds souverains participent au recyclage de l'épargne à l'échelle mondiale* ».

Notre étude montre que le réseau formé par les participations des fonds souverains dans des groupes internationaux est d'une faible densité (5,60%). Ce qui signifie que les fonds n'ont pas encore diversifié leurs portefeuilles à l'échelle mondiale. La majorité de ces acteurs est encore tournée vers des sociétés compatriotes.

³¹En effet, le terme x_{ij} est identique au terme x_{ji} , à moins de choisir un critère qui permette de hiérarchiser ou d'orienter le sens des relations.

GRAPHE DES CONNEXIONS DES FONDS SOUVERAINS JUIN 2008



Comme le montre le diagramme I, l'ensemble des fonds souverains européens n'a aucune connexion avec les autres fonds. Le réseau formé par l'Allemagne, le Koweït, le Brésil, l'Inde, la Chine Singapour et la Malaisie résulte du fait que les fonds Singapouriens (Government of Singapore IC et Temasek Holdings Pte. Ltd) possèdent des participations dans des groupes chinois (Bank of China Ltd, et China Construction Bank Corp). Le fonds Koweïtien KIO dispose quant à lui d'un portefeuille plus diversifié.

Outre le faible taux d'ouverture des fonds souverains, cette faible densité peut s'expliquer par l'hostilité des pays d'accueil à ce type d'investissement. Dans le rapport de l'OCDE³², on évoque une clause relative à la sécurité nationale : « *les investissements contrôlés par des Etats étrangers, tels que les fonds souverains, peuvent susciter des inquiétudes quant aux objectifs poursuivis par l'investisseur et sur le fait de savoir s'ils sont motivés par des objectifs commerciaux ou par des considérations politique ou tenant à la politique étrangère [...]. Les instruments de*

³² Opcit

l'OCDE pour l'investissement reconnaissent le droit des pays membres de prendre des mesures qu'ils jugent nécessaires à la protection de leur sécurité nationale (Article 3, Ordre et sécurité publics des Codes de l'OCDE) de la libération des mouvements de capitaux et des opérations invisibles courantes ». Par ailleurs, l'organisation rappelle que ces membres se sont accordés sur l'usage modéré de la clause relative à la sécurité nationale. Outre Atlantique, l'on craint des vagues de protectionnisme face à l'investissement souverain. Christopher Cox, président de US Securities and Exchange Commission, constate que plusieurs gouvernements érigent d'ores et déjà des barrières face à l'investissement souverain dans des secteurs stratégiques (L. Badian et G. Harrington 2008).

3. Conclusion

Modèle développé en Europe et en Asie, les fonds souverains modifient les équilibres des marchés financiers. L'accumulation des réserves excédentaires de certains pays, notamment les pays exportateurs de pétrole, est appelée à faire croître le rôle des fonds souverains³³. Particulièrement présents dans les secteurs de l'énergie et de la finance, ces nouveaux investissements d'Etat ont souvent permis de soutenir l'activité d'un secteur ou de maintenir celle des « champions nationaux ». Cette observation est particulièrement vérifiée sur le « vieux continent ». A l'inverse des nouveaux pays émergents, les fonds européens disposent d'actifs qui ont une large capitalisation boursière.

Nouvelle puissance sur les marchés financiers, l'ensemble des investisseurs publics devrait confirmer son intérêt dans le domaine de la politique publique pour constituer une forme de nationalisation. C'est pourquoi les pays d'accueil appellent ces acteurs à davantage de « *best practices* » œuvrant en faveur de plus de « *transparence et [de] prévisibilité, [de] proportionnalité et [de] responsabilité* ». Ces principes conditionnent aujourd'hui l'ouverture des pays occidentaux vers ce type d'investissement. En attendant leur respect, la méfiance des pays d'accueil demeure le principal frein au développement des fonds souverains. D'autant que les

³³ Car le recyclage à l'échelle planétaire des pétrodollars générés par l'augmentation des cours du brut risque d'être faible par rapport à celui des premières crises pétrolières (1973 et 1979).

médias nourrissent de vastes polémiques : la rentrée de fonds russes dans le capital d'EADS et de fonds chinois dans le capital de Total avaient les premiers en France alarmé l'opinion publique (DEMAROLLE 2008).

Dès lors, l'imperméabilité de certains pays à ce type de fonds pose la question d'une régionalisation de l'investissement souverain. Les fonds souverains sont tournés davantage vers des entreprises compatriotes. C'est ainsi que les fonds asiatiques se dirigent davantage vers des pays frontaliers (Malaisie, Inde, Chine et Singapour notamment). Même si les pays d'accueil prônent plus d'ouverture et que les fonds d'Etats cherchent à diversifier leurs actifs dans un contexte de morosité des marchés financiers, des interrogations subsistent : quel serait le comportement des uns et des autres une fois les effets de la crise dissipés ? L'émergence d'une nouvelle forme de gouvernance favorisant la création de valeur pour la collectivité et les générations futures est-elle imminente ? Forts de leur notoriété, les fonds souverains ne risquent-ils pas de faire appel à l'épargne privée ?

L'indifférence des Etats-Unis vis-à-vis de la promotion de ces Fonds engage en outre à réfléchir au devenir du modèle de l'« Etat-investisseur privé ». Certes, les fonds souverains ont un comportement proche de celui des investisseurs actifs et s'éloignent des investisseurs stables comme les banques et les compagnies d'assurance. Mais l'Etat pourra-t-il durablement légitimer cet interventionnisme en clair-obscur ? Le comportement des fonds souverains est-il bénéfique aux marchés nationaux ? Ou bien à l'économie de marché dans son ensemble ? Et enfin, les fonds inciteront-ils les investisseurs traditionnels à plus de prudence et à un retour vers les fondamentaux de l'économie du marché ?

4. Bibliographie

- ACHOUR Anouar, COMETTO Hélène, DESCAMPS Samuel, HAMMOND Christophe, LACOYE-MATEUS Alice (2007), « Les fonds souverains : Conquête de la politique par la finance ». Ecole de Guerre Economique.
- AGLIETTA Michel (2008), « New Trends in Corporate Governance: The Prominent Role of the Long Run Investor », *Competition & Change*, June 2008, Vol. 12 Issue 2, p203-222.
- BETBEZE, Jean-Paul, NOYER Christian, Benoit C  URE, Pierre DOCKES, ARTUS, Patrick, JACUQUET, Pierre, AGIELTTA Michel, (2008), *Fonds souverains à nouvelle crise, nouvelle solution ?*, Puf, Paris.
- BADIAN, Laura, HARRINGTON, Gregory (2008), « The Politics of Sovereign Wealth », *International Economy*, Vol. 22 Issue 1, p52-84.
- BARLAS Stephen, (2008), « Democrats Want Tougher Reviews of Investments by Sovereign Wealth Funds », *Strategic Finance*, 89 Issue 11, p24-60.
- BERLE, Adolph A., and Gardiner C. MEANS, (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Commerce Clearing House.
- DEMAROLLE Alain, JOHANET Henri (2008), *Rapport sur les fonds souverains*, <http://lesrapports.ladocumentationfrancaise.fr/BRP/084000299/0000.pdf>.
- FMI (2008), « Fonds souverains : le FMI intensifie ses travaux », *IMF Survey magazine* : www.imf.org/imfsurvey.
- FULCONIS-TIELENS Andréane, (2008), « Les fonds souverains : nouveaux chevaliers blancs ? », *Revue Banque* février 2008 - né 699 - pp 26-42.
- GRANRUT Charles (du), (2008), « L'essor des fonds souverains : la nouvelle géographie de la richesse », *Futuribles* février 2008 - né 338 - pp 5-16.
- JEN Stephen, (2007), « Sovereign Wealth Funds : What they are and what's happening », *World Economics* Vol. 8 No. 4 p1-8.
- KIMMITT, Robert, (2008), « Hank Paulson's dinner date with the sovereign wealth funds », *International Economy*, Vol. 22 Issue 2, p63-63.
- LACHMAN Desmond (2008), « Sovereign Wealth Fund Tease », *International Economy* Vol. 22 Issue 1, p60-82.

LAMY Jean-Michel, (2008), « Capitalisme d'Etat », le Nouvel Economiste 24 janvier 2008 - n° 1416 - pp 1-4.

LYONS Gérard, (2007), « State Capitalism: The Rise of Sovereign Wealth Funds », Journal of Management Research, Vol. 7 Issue 3.

MORIN François (2006), *Le nouveau mur de l'argent : Essai sur la finance globalisée*, Seuil, Paris.

OCDE (2008), *Résultats de la réunion du conseil de l'OCDE au niveau ministériel*, Déclaration de l'OCDE sur les fonds souverains et les politiques des pays. Paris, 4-5 juin 2008.

OCDE, (2008), *Fonds souverains et politiques des pays d'accueil*, OCDE – Rapport du Comité de l'investissement Avril 2008.

ODONNAT Ivan, (2008), « Les conditions d'une contribution positive des fonds souverains à l'économie mondiale », TRÉSOR-ÉCO – n° 28 – Janvier 2008.

O'Neill (2007), « Sovereign Wealth Funds highlight the changing world-and the need for more », Global Economics Weekly, Goldman Sachs, 7 novembre.

PORTMAN Christophe, (2008), « The economic significance of Sovereign Wealth Funds », Economic Outlook, Volume 32 Issue 1, Pages 24 – 33.

SCHÖNBERG Stefan, (2008), « Sovereign Wealth Alarm », International Economy », Vol. 22 Issue 1, p56-81.

SUMMERS Lary, (2007), « Opportunities in an era of large and growing official wealth », Sovereign Wealth Management, Central banking Publications.

CHAPITRE III : LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS INSTIGATEURS D'UN NOUVEAU MODELE ACTIONNARIAL FRANÇAIS

Au cours des années 90, le développement des investisseurs institutionnels a été spectaculaire. Les actifs gérés par ces acteurs de la finance mondiale ont été évalués en 1995 par l'OCDE à 21 286 Mds de dollars constants. En 2005, ces actifs ont atteint 40 329 Mds, soit une augmentation de presque 100% en l'espace de 10 ans. Selon le FMI, leur valeur a presque triplé depuis 1990. Selon l'étude de Morgan Stanley³⁴ en février 2008, les actifs sous gestion des fonds de pensions s'élèvent à 22 000 Mds \$, 19 000 Mds \$ pour les fonds mutuels, les compagnies d'assurance gèrent quant à elle 17 000 Mds \$, les Hedge funds totalisent près de 2500 Mds \$.

Développé d'abord dans les pays anglo-saxons, notamment aux Etats-Unis, le rôle de ces acteurs a fait l'objet de nombreuses études. Gillan et Starks (2003) postulent que « la montée des investisseurs institutionnels dans le capital des groupes industriels a offert la possibilité d'une surveillance accrue de la gestion de l'entreprise ». Cette catégorie d'actionnaires a joué un rôle important dans le déclin du modèle rhénan - caractérisé par un rôle important des grandes banques dans le financement des entreprises - au profit du modèle du marché financier. Elle a également contribué au développement de l'approche *Shareholder value*, c'est-à-dire à la création de valeur pour l'actionnaire. Les investisseurs institutionnels ont contribué à façonner un *capitalisme-actionnaire* au détriment d'un *capitalisme-managérial*, dans le sens où ils ont un impact direct sur le management de l'entreprise. Bien que minoritaires, ces actionnaires ont réussi à obtenir des informations plus transparentes sur les performances financières. Ils ont également établi un contact direct avec le management, intervenant directement dans le processus décisionnel de la firme en matière de fusion, d'acquisition et

³⁴Banque de France Novembre 2008 « Bilan et perspectives des fonds souverains »

d'externalisation. Enfin, l'activisme de ce type d'actionnaire a abouti à l'indexation de la rémunération des dirigeants sur les performances financières de l'entreprise et à la financiarisation des stratégies industrielles (F. Morin 2006).

Opérés d'abord dans les pays anglo-saxons, où l'actionnariat est très dispersé, ces changements se sont confrontés à des mécanismes de résistance dans d'autres pays. En Europe, la concentration de la propriété entre les mains de certaines familles, et par le biais de pactes d'actionnaires conclus dans les années 1990, n'ont pas pu empêcher le basculement vers un modèle de capitalisme régi par les marchés financiers (La Porta, Lopez-de-Silanes, et Shleifer, 1999 ; Barca & Becht, 2001). L'on reproche à ces investisseurs de transférer leur propre logique d'investissement vers les managers en encourageant un comportement managérial tourné vers la création de valeur financière dans l'entreprise au détriment d'une création de valeur économique, voire de valeur sociale. Eux mêmes confrontés à un horizon d'investissement limité et à des rendements élevés, les investisseurs institutionnels ont porté cette charge sur le management des entreprises détenues (Bushee 1999).

Après avoir replacé les investisseurs institutionnels dans leur cadre théorique (I), nous pourrions mieux comprendre les facteurs de la montée en puissance de cette nouvelle catégorie d'acteurs dans le capitalisme moderne (II).

1. Les investisseurs institutionnels : approche théorique.

Cette section exposera le cadre théorique des investisseurs institutionnels en s'appuyant sur les travaux de D. Plihon (1999), D. Plih et J.-P. Ponsard (2002). Une distinction sera dressée entre les divers types d'investisseurs et leurs orientations, soulignant par ailleurs la « domination géographique » des investisseurs américains (1). Par la suite, il s'agira d'appréhender le cadre juridique des investisseurs institutionnels, l'objectif étant de montrer comment ce cadre influe sur le comportement stratégique de ces acteurs (2). Pour ce faire, l'on adoptera dans un premier temps le statut juridique formel du « *créancier résiduel* » (Alchian et

Demsetz, 1972) afin de construire, dans un deuxième temps, une analyse externe aux investisseurs concernant la particularité de chaque type de bailleurs de fonds.

1.1 La typologie des investisseurs institutionnels

On distingue six grands types d'investisseurs. Quatre sont classiquement identifiés en plus des banques : Les fonds spéculatifs (1-1), les compagnies d'assurances (1-2), les organismes de placement collectif ou OPC (1-3) et les fonds de pension (1-4). Plus récemment, les fonds souverains (1-5) et l'actionnariat salarié (1-6) ont intégré cette catégorie d'actionnaires.

1.1.1 Les fonds spéculatifs

Les fonds spéculatifs (*hedge funds*), constituent une catégorie qui a fait beaucoup parler d'elle ces dernières années, notamment à l'occasion de la crise financière de 2007-2008. Ces organismes s'adressent à ce qu'on appelle les "risk lovers", c'est-à-dire des personnes physiques ou morales qui ont une forte tolérance au risque financier. Ils ont bénéficié de montages financiers basés sur l'effet levier et de l'explosion des produits dérivés. Ces organismes tiennent une place très importante dans le monde de la finance, même si les fonds de pension tiennent le premier rôle.

1.1.2 Les compagnies d'assurance

Les compagnies d'assurance détenaient en 1997 le plus gros portefeuille d'actifs financiers. Acteurs majeurs, elles se distinguent pourtant difficilement des autres investisseurs institutionnels. Et en particulier des fonds de pension, si l'on prend en compte leur principal produit : l'assurance vie. Leur activité repose sur des instruments tels que les rentes ou les contrats de placement garantis qui sont le plus souvent adaptés aux plans de retraite individuels ou collectifs. Les compagnies d'assurance sont régies par des lois les obligeant à minimiser le risque des placements effectués. Il est à noter que le poids de ces institutions varie fortement

selon les pays. Au Japon, par exemple, leur position est bien plus forte que dans les autres pays à capitalisme de marché.

1.1.3 Les organismes de placement collectif :

Les organismes de placement collectifs (OPC) correspondent aux sociétés d'investissement qui gèrent les « *mutual funds* » américains et aux OPCVM français. Les caractéristiques de ces organismes varient elles aussi selon les pays. Aux Etats-Unis, ils participent à la gestion de l'épargne-retraite. En France, comme dans la plupart des pays européens, les OPC monétaires et obligataires sont dominants.

1.1.4 Les fonds de pension

Selon Philip E. Davis (1995) « *les fonds de pension sont des institutions financières, sponsorisées par des institutions non financières, collectant et investissant les fonds sur le marché financier pour repayer les adhérents sous forme de pension* ». Cette définition met en évidence la relation bilatérale entre des organismes financiers et non financiers. Ceci est fondamental dans la compréhension des enjeux encourus par cette catégorie d'investisseurs et son rapport au risque. La loi américaine ERISA (Employees Reserve Income Security Act) adoptée en 1974 impose par ailleurs de recenser deux types de fonds, selon la distribution de risque entre les fonds, les entreprises et les employés : les fonds DB (*defined benefit*) et les fonds DC (*defined contribution*) (D. Baudru, S. Lavigne et F. Morin 2001).

1.1.4.1 Les fonds à prestation définie (DB)

Ces fonds sont financés en général par l'employeur, qui s'engage à verser aux adhérents lors de leur départ à la retraite une pension égale à une fraction de leur salaire. Le risque financier est supporté par l'entreprise et par l'état fédéral en cas

de disparition de cette dernière à travers le PBGC (Pension Benefit Guaranty Corporation) –ce qui n’est pas le cas pour les fonds (DC).

1.1.4.2 Les fonds à contribution définie (DC)

Dans ce type de fonds, le financement est assuré à la fois par le patron et le salarié. Comme son nom l’indique, l’engagement ne porte que sur les cotisations, alors que les prestations ne sont pas fixées d’avance. Dans ce cas, la pension versée à chaque adhérent est fonction des rendements obtenus sur les placements. C’est le bénéficiaire qui assume la totalité du risque. Les fonds de pension se sont surtout développés dans les systèmes de retraite par capitalisation notamment aux États-Unis et au Royaume-Uni (Davis, 1995 ; C. Dupuy, M. Daynac, S. Cancel, M. Kechidi 2002)³⁵.

On peut donc conclure que ces fonds sont tenus soit par une obligation de moyen (DC) soit par une obligation de résultat (DB). Elles répondent donc à des stratégies d’investissement divergentes.

1.1.5 Les fonds souverains.

Un fonds souverain (sovereign wealth funds), ou fonds d’État, est un fonds de placement financier (actions, obligations, etc.) détenu par un État. Ces fonds sont donc détenus et contrôlés par des gouvernements et abondés par des ressources en devises (M. Aglietta, 2008).

1.1.6 L’actionnariat salarié

L’actionnariat salarié est devenu un véhicule de l’épargne vers les entreprises qui connaît un développement spectaculaire (les employés détiennent en Juin 2009 : 21% du capital d’Eiffage, 15% du groupe Bouygues, 12% d’Air France-KLM).

³⁵ C. Dupuy, M. Daynac et S. Cancel, sous la direction de Med Kechicdi. Publication LEREPS mars 2002

L'actionnariat salarié « est l'une des formules de participation financière utilisées pour stimuler les efforts des salariés. Il leur permet de constituer un portefeuille de valeurs mobilières et d'acquérir, souvent dans des conditions avantageuses, des actions de la société qui les emploie » (Desbrières 2002, p.255). A la différence des autres investisseurs institutionnels, l'actionnariat salarié offre de nombreux avantages : il permet de trouver des sources alternatives de financement pour les entreprises sans négliger l'exigence de performance, tout en permettant une redistribution élargie des profits (A. Hollandts, Z. Guedri, 2008, p.36).

Divers par leurs catégories, les investisseurs institutionnels le sont aussi par leurs politiques et leurs stratégies de placement.

1.2 Stratégies et modes de gestion des fonds d'investissement

Les stratégies des investisseurs institutionnels comportent deux dimensions : l'une financière, l'autre actionnariale (D. Plihon, 2002). On peut dès lors dissocier la stratégie interne de la stratégie externe et la stratégie active de la stratégie passive.

1.2.1 Gestion interne ou gestion externe (déléguée)

Le dirigeant du fonds de pension est responsable des décisions de gestion qu'il prend au nom des adhérents du fonds. Il peut décider de gérer l'argent avec l'aide d'une équipe interne ou d'en déléguer la responsabilité à un gestionnaire externe. De manière générale, les dirigeants des fonds américains ont tendance à externaliser la gestion de leurs actifs, pour répondre à des contraintes comme le rendement associé au risque. Ce qui peut donner lieu à une forme de gestion active ou passive.

1.2.2 Gestion financière active ou gestion passive (indexée)

La gestion peut être active, comme dans le cas de Vanguard ou Templeton. Elle peut être passive ou bien indexée, comme dans le cas de Fidelity. Dans le

premier cas, le gestionnaire procède à une sélection individuelle des titres qu'il achète, stratégie dite de « *stock picking* ». Dans le second cas, les fonds reproduisent leurs propres indices boursiers (CALPERS, CASTER, NYC) afin d'obtenir un rendement supérieur à la moyenne du marché. Le gestionnaire organise alors son portefeuille en suivant la composition de l'indice. Des stratégies mixtes combinant une gestion active sont adoptées. Les facteurs d'émergence de l'actionnariat institutionnel peuvent être regroupés essentiellement en trois classes : la déréglementation mondiale, le financement des retraites et le dynamisme croissant des marchés financiers (Plihon, 1999 ; Jeffers et Plihon, 2001).

2. La montée en puissance des investisseurs institutionnels.

Compte tenu de l'évolution des actifs financiers totaux gérés par les investisseurs institutionnels, les scandales financiers des années 2000 ont contribué à façonner la relation actionnaire / dirigeant³⁶.

La mutation des modes de contrôle de l'action managériale impose de préciser la dichotomie entre la propriété du capital et le mode de contrôle de l'investissement (1), et de suivre une méthodologie identifiée (2).

2.1 La dichotomie entre propriété du capital et mode de contrôle.

Les recherches théoriques et empiriques sur la relation entre la structure de propriété et la performance de l'entreprise ont été motivées par la séparation entre la propriété et le contrôle (Berle et Means, 1932) et par la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976 ; Fama et Jensen, 1983).

³⁶On évoque les nouveaux mécanismes disciplinaires : associations d'actionnaires, conseil de surveillance, sièges aux conseils d'administration, droit de vote. (Alain Leclair, le président de l'AFG-ASFFI, l'association française de la gestion financière, qui fédère les gérants de fonds d'investissement en France : « *Avant de réglementer, il faut voter en assemblée générale. C'est un droit qu'ont les actionnaires. Ils doivent l'exercer* »).

Ainsi, selon Bozec et Laurin (2004), « *la concentration de la propriété dans les mains d'un actionnaire externe facilite la surveillance des dirigeants dans la mesure où les détenteurs d'un bloc important d'actions sont non seulement incités économiquement à veiller au respect de leurs intérêts mais possèdent également les ressources et le pouvoir de se faire entendre* » (p.124). Or Shleifer et Vishny (1997) suggèrent que ce pouvoir externe pose le problème de voir ces détenteurs imposer leurs propres préférences, et lesquelles ne coïncident pas forcément avec, d'une part, celles des autres actionnaires et, d'autre part, celles de l'ensemble des autres intervenants. Lorsqu'il y a séparation de droits de vote et propriété du capital, se pose le problème d'encadrement observé chez les sociétés à capital dispersé. Compte tenu de leur caractère minoritaire des investisseurs institutionnels dans les structures du capital, ces derniers ne peuvent exercer un contrôle tel qu'il est défini par Burkart *et al.*, 1997. Ces acteurs se sont alors tournés vers d'autres possibilités afin d'orienter les dirigeants de satisfaire leurs exigences de rentabilité. Cela suppose l'existence d'une relation entre le mode de contrôle de l'action managériale et la présence de ce type d'institutions.

La globalisation financière amorcée à la fin des années 90 avec la libéralisation des mouvements de capitaux et la réduction des coûts de transaction a accéléré la montée en puissance des investisseurs institutionnels essentiellement anglo-saxons à l'époque. Ces changements structurels coïncident en France avec la fin des pactes d'actionnaires conclus lors des mouvements de privatisation conclus par le gouvernement d'Edouard Balladur (F. Morin 1998). La volonté des groupes constituant les « noyaux durs » du capitalisme français de mettre fin à la participation croisée a ouvert la voie à des investisseurs anglo-saxons cherchant à diversifier leur portefeuille d'actifs et à profiter du dynamisme des champions nationaux français. La part détenue par les investisseurs non résidents au sein du CAC 40 représentait, fin 2008, 39,2% de la capitalisation boursière, contre 45,7% en 2006. Selon Marc Chevalier (2009), « *se basant sur une étude de la Banque de France, une inversion de tendance semble [...] s'esquisser : la part des actionnaires étrangers dans le capital des grandes entreprises de l'Hexagone recule*

depuis deux ans, alors qu'elle ne cessait jusqu'alors de progresser. En 2008, 13 sociétés du CAC 40 sur les 36 étudiées par la Banque de France étaient détenues majoritairement par des actionnaires étrangers. Elles étaient 15 en 2007 [Tandis que] 12 (contre 13 en 2007) avaient un taux de détention de leur capital par des non-résidents compris entre 25% et 50%, et 11 (contre 8) un taux inférieur à 25% » (p.62).

Une étude antérieure³⁷ de la Banque de France précise : « *Après avoir constamment augmenté entre fin 1997 et 2001, passant de 33,4 % à 42,8 %, le taux de détention des non-résidents s'est légèrement replié en 2002. La tendance à la hausse s'explique notamment par les grandes opérations de fusions et acquisitions transfrontalières, impliquant des grands groupes français et financées par échanges de titres, qui ont eu lieu au cours des années 1999 et 2000* ».

L'ensemble de ces études démontre l'influence des investisseurs institutionnels sur les pratiques managériales et les performances financières de l'entreprise. Bon nombre d'entre elles sont consacrées à l'analyse de la présence des investisseurs institutionnels en France et se focalisent sur les 40 grands groupes français. Mais qu'en est-il du reste ?

Nous proposons d'élargir le champ d'étude à la présence des investisseurs institutionnels dans le capital des groupes composant l'indice de référence SBF 250 sur une période de 10 ans. En tenant compte de l'effet de la crise financière, nous proposerons une première hypothèse, selon laquelle **il subsiste des noyaux d'actionnaires stables, que l'on peut qualifier de pactes d'actionnaires sous-jacents, qui restent majoritaire au sein de l'indice composé des 250 groupes cotés en France.** Ceci justifie une seconde hypothèse : **il existe une corrélation éventuelle entre la taille des entreprises et la présence des investisseurs institutionnels.** Nous proposerons également de vérifier une troisième hypothèse, à savoir que **le capital des entreprises composant l'indice 250 reste relativement**

³⁷ Bulletin de la Banque De France – N° 124 – Avril 2004

fermé aux investisseurs institutionnels étrangers. L'ambition de cette étude est de démontrer la résistance du modèle capitalistique familial et industriel en dehors de la capitalisation du CAC40.

In fine, on assiste au développement d'un modèle hybride. Jean Pierre Ponsard suggère en 2001³⁸ qu'« *au niveau mondial, le gouvernement d'entreprise semble converger vers un modèle hybride, empruntant ses traits à la fois au capitalisme anglo-saxon et au capitalisme rhénan* » (p.3). Dans le modèle anglo-saxon, le contrôle externe de l'actionnariat minoritaire fort a pour objectif la création de valeur actionnariale (emprunt au modèle *shareholder* ou porteur de parts). Or, ce modèle se renforce. Les mutual funds et les fonds de pension anglo-saxons en constituent actuellement les figures les plus représentatives. Ce modèle se caractérise également par la forte présence d'investisseurs institutionnels étrangers au sein de groupes à forte capitalisation et par la pérennisation de l'actionnariat industriel et de l'actionnariat familial au sein d'entreprises à moyenne et à petite capitalisation.

2.2 Méthodologie :

2.2.1 L'échantillon

L'échantillon est constitué de 250 firmes cotées. La particularité de cet indice est d'inclure deux autres indices principaux, à savoir le SBF 120 et le CAC 40. Ce qui nous permet de comparer les trois tendances sur une période de 10 ans.

Nous avons fait le choix de ne pas tenir compte de la rotation bien qu'elle soit très limitée pour notre indice de référence, ce qui se répercute sur les autres indices caractérisés par une rotation plus forte. Nous avons retenu les 250 entreprises qui composent cet indice au 31 décembre 2008, tel que communiqué par Euronext.

³⁸ « La montée des fonds d'investissement étrangers : une nouvelle donne pour le gouvernement d'entreprise » étude universitaire, commanditée en juillet 1999 par la Direction générale de l'industrie, des technologies de l'information et des postes (Digitip) du ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie, sur proposition de la Commission permanente de concertation pour l'industrie.

Collectées sur la base Thomson One Bankers, depuis l'année 2000, les données que nous étudions sont les données actionnariales recensées au 31 décembre de chaque année, auxquelles sont ajoutées celles des trois premiers trimestres 2009.

2.2.2 Les variables étudiées :

- **la position** : cette variable représente la participation de chaque investisseur dans le capital d'un groupe en nombre d'actions. Par exemple, la BPCE détient 2080,4 millions d'actions de la banque Natexis, devenue le premier actionnaire de l'indice SBF 250 suite à la fusion des banques **Caisse d'épargne** et **Banque Populaire** au 31 juillet 2009. Le choix de cette variable nous permet de limiter la volatilité liée aux marchés financiers et à l'application des normes IFRS imposant la juste valeur des actifs. Ceci nous permet de suivre la participation d'un investisseur sur de longues périodes.

- **le changement de position en pourcentage** : cette variable mesure les mouvements d'entrée et de sortie d'un actionnaire dans le capital d'un groupe. Le 6 juillet 2009, l'Etat français cède au Fonds Stratégiques d'Investissement 13,5% du capital de France Télécom, ce qui correspond à une baisse de la participation de l'Etat dans le groupe de près de 64%.

- **L'indice** : l'échantillon est constitué par les groupes composant le SBF 250, cet indice est composé également des 120 sociétés de l'indice SBF 120 et les 40 plus grandes capitalisations de la bourse de paris.

- **le type d'investisseurs** : nous reprenons la même classification décrite plus haut. Les autres variables sont la nationalité, ceci nous permet de mesurer l'évolution du taux d'internationalisation de l'actionariat en France. Nous ferons appel également au secteur d'activité du groupe cible.

2.3 Résultats

La rotation des investisseurs institutionnels sur l'indice du SBF 250 est certes notable. Cependant, nous avons pu isoler un panel de 4122 fonds ayant été présents dans le capital d'un groupe du SBF 250 entre le 31 décembre 2000 et le 30 juin 2009. L'évolution des actifs détenus selon la nationalité de l'investisseur est indexée dans le tableau X. Celui-ci montre en effet que la France arrive en première place avec 59,09 % en juin 2009, alors que sa participation se situait à plus de 70 % en 2000. Si l'on exclut de notre échantillon les entreprises du CAC 40, la part des actionnaires résident s'élève à 74 % au 31 décembre 2000, elle atteint 69 % en Juin 2009.

Tableau X : Répartition des avoirs par nationalité

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Juin-09
France	70,43%	68,69%	67,24%	68,47%	67,07%	65,45%	63,55%	60,21%	59,09%	59,88%
Etats-Unis	5,33%	4,69%	6,91%	6,47%	6,56%	11,48%	12,42%	13,97%	15,27%	13,78%
Grand Bretagne	2,83%	3,12%	5,29%	4,17%	4,24%	3,96%	6,62%	7,54%	7,06%	6,88%
Belgique	2,71%	4,51%	3,76%	4,11%	4,00%	3,40%	3,58%	3,45%	3,88%	5,32%
Allemagne	4,93%	5,85%	6,29%	6,08%	5,98%	4,74%	4,14%	4,57%	4,24%	3,96%
Suisse	0,97%	1,27%	1,02%	1,14%	3,27%	2,77%	2,48%	2,40%	2,22%	2,16%
Luxembourg	1,10%	1,19%	1,57%	1,56%	1,22%	1,36%	1,03%	1,92%	1,99%	2,10%
Norvège	0,23%	0,35%	0,47%	0,68%	0,63%	0,03%	0,03%	0,82%	1,45%	1,43%
Pays-Bas	6,84%	6,24%	2,85%	2,61%	2,00%	1,48%	1,25%	1,19%	1,31%	1,19%
Espagne	0,69%	0,48%	0,76%	0,79%	0,84%	1,05%	1,13%	1,19%	0,92%	0,90%
Japon	0,34%	0,31%	0,69%	0,58%	0,56%	0,45%	0,44%	0,48%	0,55%	0,55%
Italie	1,77%	1,51%	1,22%	1,45%	1,47%	1,32%	0,96%	0,63%	0,52%	0,49%
Canada	0,70%	0,65%	0,64%	0,45%	0,28%	0,19%	0,20%	0,51%	0,37%	0,39%

Ce résultat peut également être nuancé si l'on tient compte de la valorisation des valeurs étrangères cotées sur cet indice (*Cf annexe I*), la part des investisseurs de nationalité française s'élevant à 75% en début des années 2000. Elle est de 64%.

On constate également, que la part des investisseurs américains a régulièrement augmenté depuis l'année 2000, passant de 5,33% à 13,78 % en juin 2009. L'on peut imputer ce constat aux opérations de croissance externe notamment celles d'Alcatel Lucent qui ont contribué à augmenter la part des fonds étrangers. La crise financière actuelle a eu pour effet la baisse de cette part et l'augmentation de la part des pays du Benelux, suite à la participation de la Belgique au capital de la BNP et du groupe Dexia.

Globalement, ces résultats confirment que l'actionnariat institutionnel reste majoritairement composé d'investisseurs résidents qui détiennent plus des deux tiers du capital du 3^{ème} indice en France.

La part détenue par des investisseurs non résidents au sein du CAC 40 s'élève à 47% au 30 juin 2009. Elle représente 31% en 2000, et 38% en 2004. Ce qui confirme la tendance à la hausse de la présence des investisseurs étrangers, principalement anglo-saxons. Si l'on exclut de l'échantillon des entreprises³⁹ de référence celles qui ont réalisé des opérations de fusions-acquisitions d'envergure ces dix dernières années, ainsi que les entreprises de droit étranger⁴⁰, les investisseurs institutionnels non-résidents détiennent 40% des actions des 35 entreprises que compte encore le CAC 40. Cette évolution des parts des investisseurs institutionnels étrangers a eu pour effet la montée dans le capital des entreprises françaises d'actionnaires minoritaires très influents, par exemple les fonds de pensions, les fonds mutuels et les fonds spéculatifs.

³⁹ ArcelorMittal, Alcatel Lucent, Air-France-KLM,

⁴⁰EADS, Dexia

Dans l'optique de vérifier notre première hypothèse, à savoir la persistance de l'actionnariat familial et industriel au sein de l'indice SBF 250, nous procéderons d'abord à une segmentation de l'actionnariat par type d'investisseur, en incluant les entreprises du CAC 40 (Cf Tableau XI).

Tableau XI : Répartition des avoirs par type d'investisseurs

	<i>31-Dec-2000</i>	<i>31-Dec-2003</i>	<i>31-Dec-2006</i>	<i>31-Dec-2008</i>	<i>Juin 2009</i>
Fonds d'investissements	32,53%	33,00%	32,28%	33,96%	34,29%
Holdings /Corporation	39,45%	37,12%	31,56%	29,59%	31,92%
Etat	8,78%	10,63%	14,63%	13,10%	12,37%
Investisseurs individuels	11,95%	11,28%	8,35%	8,47%	8,08%
Hedges Fonds	4,17%	4,35%	8,86%	8,82%	7,56%
Capital Investissement	0,68%	0,35%	2,63%	2,71%	2,47%
Banques	0,87%	1,63%	0,68%	1,74%	1,63%
Fonds de pensions	0,54%	0,95%	0,55%	0,76%	0,91%
Compagnies d'assurance	0,53%	0,52%	0,34%	0,76%	0,71%
Autres	0,50%	0,18%	0,13%	0,08%	0,05%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Alors qu'elles dépassaient la participation des gestionnaires de fonds au 31/12/2000, les participations croisées intra-firmes arrivent en seconde place au deuxième semestre 2009. Cette tendance confirme l'ouverture du capital aux investisseurs institutionnels. Néanmoins, ces acteurs restent largement minoritaires, et l'on compte deux entreprises de l'indice détenues à plus de 50 % par un

gestionnaire de fonds, à savoir Aviva Gestion d'Actifs qui détient 74% du capital de Union Financière de France, Allianz Global Investors France totalisant 68,24 % du capital d'Euler Hermes AS et la Caisse des Dépôts et Consignations, disposant de 58,74% de participation dans Icade SA (Cf *Tabelau XII*).

Tableau XII : Répartition des avoirs par % du capital détenu

Participation	Investisseurs individuels			Holdings /Corporation			Fonds d'investissements		
	Nombre	Indice	Part	Nombre	Indice	Part	Nombre	Indice	Part
50%	43	250	17,20%	37	250	14,80%	3	250	1,20%
30%	66	250	26,40%	70	250	28,00%	6	250	2,40%
20%	79	250	31,60%	97	250	38,80%	11	250	4,40%

En comparaison, les groupes industriels⁴¹, qui ont vu leur parts diminuer ces dernières années, sont majoritaires à plus de 50% dans 37 groupes (le CEA détient 78% du capital d'Areva, récemment la BPCE participe a hauteur de 71,54% au capital de Natexis). Ils détiennent plus de 30 % dans 70 entreprises et plus de 20 % dans 97 d'entre elles, soit un total de 204 groupes détenus à plus de 20 % par des firmes industrielles. L'Etat a vu sa place croître principalement en 2006 avec l'ouverture du capital d'EDF, GDF et d'Aéroport de Paris. Mais aussi avec l'arrivée de la Belgique, du Luxembourg et des Pays Bas dans le capital de Dexia et de la BNP.

Les investisseurs individuels arrivent en 4^{ème} place. Cette catégorie d'investisseurs regroupe les fondateurs et les familles fondatrices. Par exemple, la participation de la famille Mittal au capital d'Arcelor Mittal s'élève à 637 338 263 de titres, suivie de la famille Bettencourt dans L'Oréal avec 185 661 879. On recense 43 groupes détenus à plus de 50 % pas cette catégorie d'investisseurs, 66 à plus de 30 %, et 79 à plus de 20 %. Soit, respectivement 17,2 %, 26,4 % et 31,6 % des groupes de l'indice du SBF 250 détenus encore à l'heure actuelle par des familles, soit un total de 188 groupes.

⁴¹ Nous ne faisons pas la distinction entre les groupes et l'actionnariat salarié.

Ce résultat est d'autant plus appuyé si l'on exclut de notre échantillon les 40 premières capitalisations en France. Le tableau XIII met en évidence l'effet « CAC 40 » sur la montée en puissance des investisseurs institutionnels en France. Certes, la part des investisseurs familiaux se trouve amoindrie. Ce qui s'explique par l'exclusion des familles Mittal, Bettencourt et Peugeot. En revanche, la place des investisseurs industriels et publics, et notamment de l'Etat français, sort renforcée.

Tableau XIII : Répartition des avoirs par type d'investisseurs hors CAC 40

	<i>31-Dec-2000</i>	<i>31-Dec-2003</i>	<i>31-Dec-2006</i>	<i>31-Dec-2008</i>	<i>Juin 2009</i>
Holdings /Corporation	46,23%	53,10%	44,68%	48,73%	49,05%
Fonds d'investissements	26,86%	19,27%	31,13%	19,69%	19,82%
Etat	17,37%	20,94%	10,08%	13,01%	13,15%
Investisseurs individuel	2,29%	3,49%	3,99%	6,64%	6,36%
Hedges Fonds	0,87%	0,41%	5,70%	5,67%	5,38%
Capital Investissement	4,51%	1,24%	3,09%	3,48%	3,29%
Banques	0,82%	0,54%	0,61%	1,34%	1,38%
Fonds de pesions	0,57%	0,41%	0,31%	0,79%	0,81%
Compagnies d'assurance	0,13%	0,35%	0,19%	0,42%	0,60%
Autres	0,34%	0,25%	0,23%	0,24%	0,16%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Les investisseurs à vocation stable⁴² totalisent 70,40% de l'échantillon réduit contre 60,86% de l'échantillon élargi aux entreprises du CAC 40. Ce constat confirme la persistance de la suprématie des actionnaires stables au sein de l'indice SBF 250. On conclut que le modèle du marché financier semble se généraliser davantage au sein du CAC 40. En effet, D. Plihon (2008) rappelle que « *le cœur du capitalisme français est dominé par des investisseurs institutionnels, très largement étrangers, qui obéissent à des impératifs essentiellement financiers* » (p. 2). Le modèle actionnarial des moyennes et faibles capitalisations repose quant à lui principalement sur un modèle actionnarial stable avec des participations durables. Ceci soulève l'interrogation selon laquelle il existerait un modèle de capitalisme à deux vitesses en France.

A présent, nous tenterons de répondre en émettant une seconde hypothèse, envisageant qu'il existe une corrélation éventuelle entre la taille des entreprises et la présence des investisseurs institutionnels étrangers au sein des entreprises du SBF250.

⁴²Les groupes industriels-actionnaires, l'Etat, les familles et le Capital Investissement.

Tableau XIV : Comparaison des moyennes selon la taille de la capitalisation boursière entre actionnaires résidents et non résidents

	Capitalisation			
	Nationalité	Moyenne	N	Ecart Type
Echantillon I : SBF 250	France	13 095,96	18 820	23 263,38
	Etrangers	23 752,83	58 757	30 321,25
	Total	21 167,50	77 577	29 128,84
Echantillon II : SBF 250 sans CAC 40	France	2 353,72	12 540	3 082,32
	Etrangers	3 729,31	25 405	3 537,02
	Total	3 274,71	37 945	3 454,60
Echantillon III : SBF 250 sans SBF 120	France	618,99	5 799	897,41
	Etrangers	1 735,78	6 713	2 443,02
	Total	1 218,17	12 512	1 971,13

Comme le montre le tableau XIV, établi sur la base de 77 577 observations représentant l'ensemble des investisseurs ayant pris une position au sein du capital des entreprises composant l'indice SBF250 entre le 31 décembre 2000 et le 31 juin 2009, les investisseurs étrangers sont plus présents en moyenne dans les groupes à forte capitalisation. Ce qui présage une relation positive entre la taille de la capitalisation et la présence d'investisseurs non résidents. En d'autres termes, plus la taille de sa capitalisation est grande, plus l'entreprise est susceptible d'attirer des capitaux étrangers. En procédant au même calcul sur un échantillon réduit aux entreprises non présentes sur le CAC 40, nous constatons que les investisseurs de nationalité française conservent une moyenne plus faible que leurs homologues étrangers. Sur le dernier échantillon, à savoir les entreprises de faible capitalisation,

la moyenne de la capitalisation des groupes détenus par des étrangers est encore supérieure aux groupes détenus par des Français.

Bien que significatifs, ces résultats ne nous permettent pas de trancher sur le lien de causalité entre la taille des entreprises et la présence de l'actionnariat étranger. Ceci s'explique notamment par la faible participation des investisseurs étrangers dans le capital des entreprises hors CAC 40, et par la présence d'entreprises étrangères avec un actionnariat plus dispersés. Par exemple : NYSE Euronext, SES, Gemalto, STMicroelectronics, EADS ou ArcelorMittal.

En revanche, malgré une présence transversale des investisseurs étrangers au travers les trois indices, à savoir le CAC40, le SBF 120 et le SBF 250, les investisseurs étrangers restent relativement minoritaires. Ce qui nous amène à vérifier notre troisième hypothèse à savoir que le capital des entreprises composant l'indice 250 reste relativement fermé aux investisseurs institutionnels étrangers.

Tableau XV : Comparaison des moyennes de la position actionnariale entre actionnaires résidents et non résidents

	Position actionnariale				
	Pays codes	N	Moyenne	Ecart Type	Ecart Type moyen
Pos - SW-FR 31- Dec-2000	FRANCE	8 855,00	1 167 967,53	14 727 689,54	156 509,37
	ETRANGER	13 158,00	356 616,00	7 362 365,12	64 183,35
Pos - SW-FR 31- Dec-2002	FRANCE	8 702,00	1 157 540,84	14 182 217,04	152 031,85
	ETRANGER	18 489,00	287 001,55	5 258 238,38	38 670,84
Pos - SW-FR 31- Dec-2004	FRANCE	7 375,00	1 559 473,35	20 785 491,94	242 035,63
	ETRANGER	18 737,00	310 041,76	5 278 881,54	38 564,87
Pos - SW-FR 31- Dec-2006	FRANCE	8 314,00	1 872 753,16	33 242 627,90	364 577,90
	ETRANGER	21 539,00	431 054,61	12 368 894,58	84 278,76
Pos - SW-FR 31- Dec-2008	FRANCE	8 343,00	1 900 768,22	30 336 018,51	332 121,86
	ETRANGER	31 611,00	360 114,97	5 293 816,66	29 774,86
Pos - SW-FR Most Recent	FRANCE	7 030,00	2 324 992,17	37 416 115,43	446 252,88
	ETRANGER	25 489,00	454 258,15	6 228 954,71	39 015,64

Nous constatons que le capital des entreprises de l'indice SBF 250 reste majoritairement entre les mains des investisseurs résidents sur l'ensemble de la période (*Cf Annexe II*). En effet, comme le montre le tableau XV, la position actionnariale des investisseurs français a connu une baisse entre 2000 et 2002, passant d'une moyenne de 1 167, 96 milliards à 1 157,54 pour repartir finalement à la hausse et atteindre 2 325 milliards en juin 2009. Ceci s'explique principalement

par l'ouverture du capital d'EDF et de GDF, et la prise de participation de la BPCE dans Natexis. En outre, on assiste également à la concentration de l'actionnariat français. Il en ressort sur l'ensemble de la période que le nombre des investisseurs institutionnels étrangers dépasse largement celui des Français. Ce qui explique une forme de concentration de l'actionnariat institutionnel français.

Après avoir mobilisé ces statistiques descriptives, nous allons à présent nous centrer sur des résultats de comparaison de moyennes présentés au tableau XVI. Les résultats révèlent une tendance significativement différente (sig. = .000) entre le poids des investisseurs français et celui des investisseurs étrangers sur l'ensemble de la période. Ceci confirme l'hypothèse initialement annoncée : le capital des groupes du SBF 250 reste majoritairement entre les mains d'un actionnariat résident. Ce résultat s'explique, d'une part, par le poids important d'investisseurs familiaux (M. Dietsch, 2003, p.42), individuels, industriels et gouvernementaux (Etat français) et, d'autre part, par le développement de l'actionnariat salarié (X. Hollandts, Z. Guedri, 2008).

Tableau XVI : Résultat de la comparaison de moyenne (Test d'échantillons indépendants) SBF 250

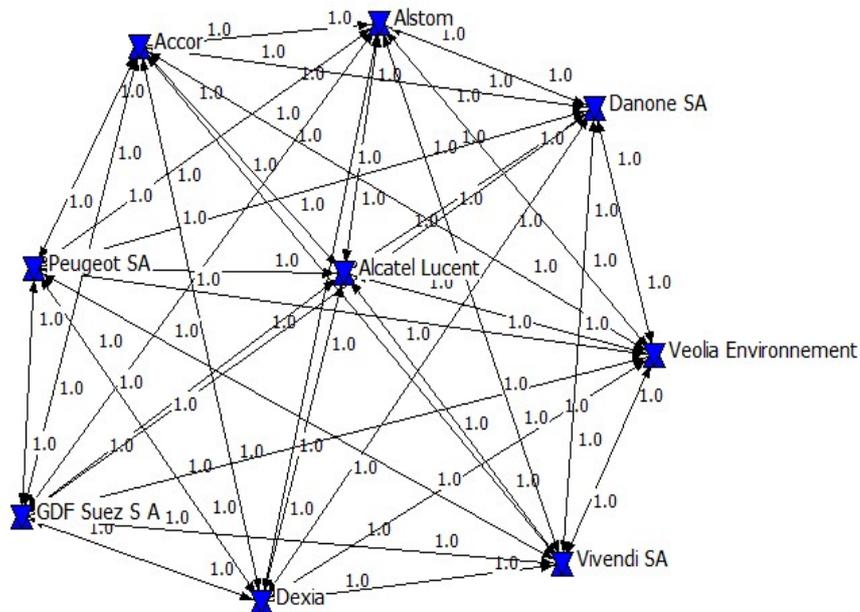
		Test de Levene sur l'égalité des variances		Test-t pour égalité des moyennes						
		F	Sig.	t	ddl	Sig. (bilatérale)	Différence moyenne	Différence écart-type	la différence	
									Inférieure	Supérieure
Pos - SW-FR Most Recent	Hypothèse de variances égales	1 75,181	,000	7,609	32517	,000	1 870 734,02	245 843,82	1 388 871,21	2 352 596,83
	Hypothèse de variances inégales			4,176	7136,754	,000	1 870 734,02	447 955,19	992 609,05	2 748 858,99
Pos - SW-FR 31-Dec-2008	Hypothèse de variances égales	2 26,028	,000	8,550	39952	,000	1 540 653,25	180 193,05	1 187 470,78	1 893 835,72
	Hypothèse de variances inégales			4,620	8476,487	,000	1 540 653,25	333 453,85	887 002,37	2 194 304,12
Pos - SW-FR 31-Dec-2007	Hypothèse de variances égales	2 21,735	,000	8,466	39726	,000	1 420 875,71	167 825,39	1 091 934,08	1 749 817,35
	Hypothèse de variances inégales			4,775	9048,407	,000	1 420 875,71	297 544,04	837 622,08	2 004 129,34
Pos - SW-FR 31-Dec-2006	Hypothèse de variances égales	93,947	,000	5,461	29851	,000	1 441 698,55	264 016,53	924 214,84	1 959 182,26
	Hypothèse de variances inégales			3,853	9215,054	,000	1 441 698,55	374 192,40	708 198,58	2 175 198,52
Pos - SW-FR 31-Dec-2005	Hypothèse de variances égales	95,437	,000	5,614	27218	,000	1 380 146,84	245 836,12	898 295,63	1 861 998,05
	Hypothèse de variances inégales			4,153	9020,449	,000	1 380 146,84	332 321,60	728 721,05	2 031 572,62
Pos - SW-FR 31-Dec-2004	Hypothèse de variances égales	1 72,150	,000	7,627	26110	,000	1 249 431,59	163 814,50	928 346,29	1 570 516,90
	Hypothèse de variances inégales			5,098	7751,206	,000	1 249 431,59	245 088,75	768 991,45	1 729 871,73
Pos - SW-FR 31-Dec-2003	Hypothèse de variances égales	1 44,844	,000	6,903	25587	,000	1 139 898,22	165 123,74	816 246,43	1 463 550,02
	Hypothèse de variances inégales			4,684	7821,135	,000	1 139 898,22	243 379,18	662 809,97	1 616 986,47
Pos - SW-FR 31-Dec-2002	Hypothèse de variances égales	1 61,595	,000	7,343	27189	,000	870 539,30	118 556,24	638 163,07	1 102 915,52
	Hypothèse de variances inégales			5,549	9843,922	,000	870 539,30	156 872,94	563 036,18	1 178 042,41
Pos - SW-FR 31-Dec-2001	Hypothèse de variances égales	1 26,561	,000	6,546	25553	,000	869 573,79	132 843,95	609 192,18	1 129 955,40
	Hypothèse de variances inégales			5,325	10768,443	,000	869 573,79	163 297,11	549 481,36	1 189 666,22
Pos - SW-FR 31-Dec-2000	Hypothèse de variances égales	86,306	,000	5,396	22011	,000	811 351,52	150 351,91	516 650,98	1 106 052,06
	Hypothèse de variances inégales			4,796	11856,808	,000	811 351,52	169 158,76	479 772,60	1 142 930,44

Ce résultat peut être vérifié par l'étude de la densité du réseau formé par les participations d'investisseurs au capital des groupes du SBF 250.

Nous nous proposons à présent de comparer deux échantillons distincts : le réseau d'investisseurs au sein du CAC40, sans tenir compte de la rotation des entreprises, et le réseau d'actionnaires du SBF, sans les 40 premières capitalisations de la bourse de Paris.

Sur les bases de données actionnariales, nous avons dressé une matrice des liaisons actionnariales (Cf annexe III) représentant les liens formés par la participation d'un investisseur dans différents groupes.

Graphique I : Les liaisons actionnariales du CDC en Juin 2009

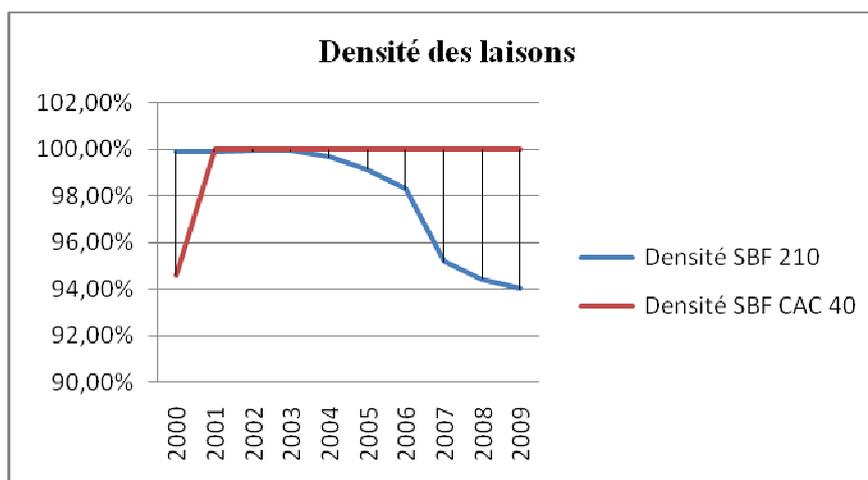


Comme le montre le graphique I, formé par la participation de la Caisse des Dépôts et Consignation (CDC) dans le capital des groupes du CAC 40 en mars 2009, les participations de la CDC forment un réseau entre Accor, Alstom, Danone SA, Peugeot SA, Alcatel Lucent, Veolia Environnement, Dexia et GDF Suez, d'une densité de 100 % et de 72 liaisons.

Si l'on élargit ce même procédé à l'ensemble des investisseurs présents depuis 2000 dans les deux échantillons, l'on obtient les densités annuelles des deux réseaux récapitulés dans le graphe II. Celui-ci montre que la densité du CAC 40 est stable depuis 2001, c'est-à-dire que l'ensemble des groupes ont au moins un investisseur en commun. Ceci obéit à une logique de diversification internationale du portefeuille. Sur la même période, l'on constate une baisse de la densité du second réseau, bien qu'elle reste très importante : 94% des groupes ont au moins un

investisseur en commun. Cette baisse est attribuée à la forte présence de groupes familiaux, et à la faible dispersion de l'actionnariat des capitalisations de taille faible ou moyenne. En outre, l'on assiste à un processus de concentration de l'actionnariat amorcé depuis 2004 au sein de l'échantillon SBF 210⁴³.

Graphique II : La densité des liaisons actionnariales CAC 40 et SBF 210



⁴³

SBF 250 hors CAC 40

3. Conclusion

Notre étude montre qu'il subsiste une différence de « style actionnarial » entre d'une part les groupes de l'indice CAC 40, fortement exposés à la dispersion de l'actionnariat, et fortement induite par la présence des investisseurs étrangers et les mouvements de fusions-acquisitions entreprises lors de ces dix dernières années. Et d'autre part, l'ancrage de l'actionnariat gouvernemental, industriel et familial au sein des groupes de l'indice SBF 210. Par ailleurs, les investisseurs résidents gardent une part très importante qui s'élève à 74 % hors CAC 40.

L'un des effets de la crise financière provoquée par les subprimes semble être le déplacement des participations des investisseurs non résidents vers des investisseurs résidents. En d'autres termes, les investisseurs institutionnels français semblent prendre le relais des investisseurs étrangers.

Finalement, le modèle capitalistique français caractérisé par la forte présence des investisseurs familiaux et de pactes d'actionnaires industriels semble résister à la généralisation du modèle anglo-saxon, caractérisé quant à lui par la forte dispersion de l'actionnariat. C'est pourquoi, il conviendra, dans une prochaine étude, de rapprocher ses résultats à un échantillon élargi, incluant des indices européens notamment le modèle Rhéna.

4. Bibliographie

Alchian Armen .A. et Demsetz Harold.(1972), « Production, Information Costs, and Economic Organization », *American Economic Review*, vol. 62, n° 5, 1972, p.777-795.

Barca Fabrizio et Becht Marco. (2001), « The Control of Corporate Europe », Oxford University Press, Oxford.

Baudru Daniel Morin François et Lavigne Stéphanie. (2001) « Les investisseurs institutionnels internationaux, une analyse des investisseurs américains » In *Revue d'Economie Financière*, n°61

Berle, Adolph A., et Means Gardiner C., (1932), « The Modern Corporation and Private Property », New York, Commerce Clearing House.

Betbeze, J-P, Noyer Ch, Cœure B, Dockes P., Artus, P, Jacuget, P, Agielтта M, (2008), « Fonds souverains à nouvelle crise, nouvelle solution ? » Puf, Paris.

Bozec Yves et Claude Laurin (2004), « Concentration des droits de propriété, séparation entre participation au capital et contrôle des votes et performance opérationnelle des sociétés : une étude canadienne », *Finance Contrôle Stratégie – Volume 7, N° 2, juin 2004*, p. 123 – 164.

Burkart Mike, Gromb Denis et Panunzi Fausto, (1997), « Large shareholders, monitoring and the value of the firm », *Quarterly Journal of Economics* 112 (1997), pp. 693–728

Bushee Brian. (1999) « A Taxonomy of Institutional Investors: How Investor Behavior Matters. » *Investor Relations Quarterly* 2 (1999): 13-18.

Chevalier Marc. (2009), « CAC 40, l'actionnariat étranger recule », *Alternatives Economiques -n°284 - Octobre 2009*

Davis Philip. E. (1995). « Pension funds: retirement-income security and capital markets : an international perspective », Clarendon Press ; New York : Oxford University Press

Desbrières Phillipe (2002), « Les actionnaires salariés », *Revue Française de Gestion*, n°141, novembre-décembre 2002, p.255-281.

Dietsch Michel. (2009), « Mondialisation et recomposition du capital des entreprises européennes ». Rapport au commissariat du plan.

Dupuy Claude, Daynac Mihcel, Cancel Sohpie, et Kechidi Med (2002) « Internationalisation du capital des entreprises liées à la défense et modalités de contrôle des pouvoirs publics », Rapport d'Etude pour l'Observatoire Economique de la Défense, sous la direction de M. Kechidi, en collaboration avec C. Dupuy, M. Daynac, mars 2002.

Gillan Stuart, Starks Laura T (2003), « Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective ». *Journal of Applied Finance*, Vol. 13, No. 2, Fall/Winter 2003

Hollandts Xavier et Guedri Zied. (2008) « Les salariés capitalistes et la performance de l'entreprise », *Lavoisier Revue française de gestion*. 2008/3 - n° 183

Jensen, Michael .C. et Meckling William C, (1976), « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics* 3: 305–360. *Journal of Finance*, vol. 54, n° 2, April, 1999, p. 471-517.

La Porta Rafael, Lopez-De-Silanes Florencio ., Shleifre Andrei: « Corporate ownership around the world », *Journal of Finance*, april, 471, 1999

Morin François. (1998), «Le modèle français de détention et de gestion du capital », Rapport au ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, Les Éditions de Bercy.

Morin François (1998), « Le modèle français de détention et de gestion du capital. Analyse, prospective et comparaisons internationales », Les éditions de Bercy, Paris (1998).

Morin, François. (2006), « Le nouveau mur de l'argent. Essai sur la finance globalisée », Paris, Editions du Seuil 2006.

OECD, (2004), « *Principles of Corporate Governance* », éditions de l'OCDE, Paris

Plihon Dominique (1999), « Les investisseurs institutionnels, nouveaux acteurs de la finance internationale », in « Crise mondiale et marchés financiers », Edition La Documentation française, Cahiers français, n° 289, janvier-février 1999

Plihon Dominique et Ponsard Jean –Pierre (2002), « La montée en puissance des fonds d'investissement : quels enjeux pour les entreprises ». Ed La Documentation Française, Paris 2002.

Plihon Dominique. (1999), « Les investisseurs institutionnels, nouveaux acteurs de la finance internationale », in Cahiers français, n° 289, La Documentation Française, Paris 1999.

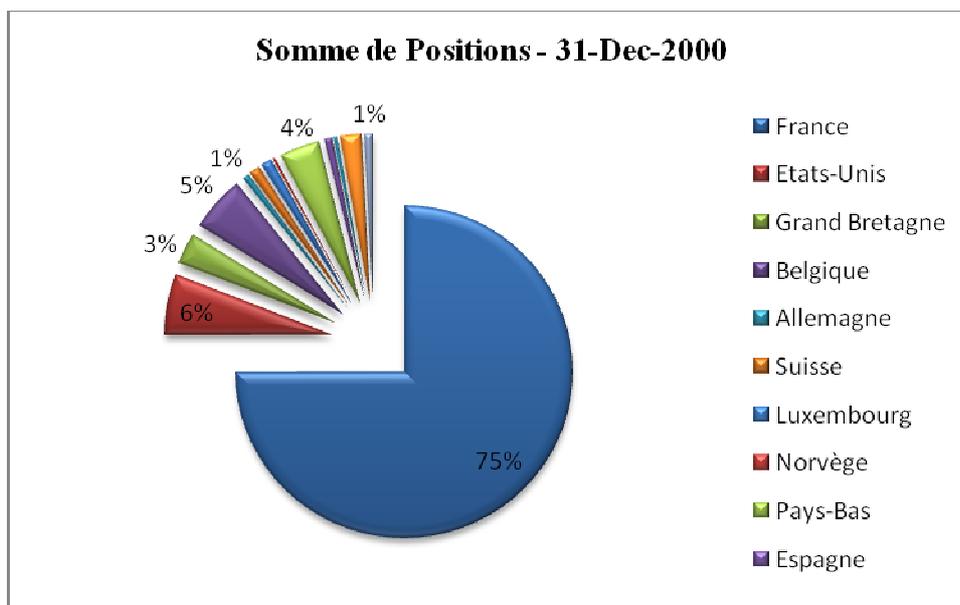
Plihon Dominique, « L'évolution du capitalisme français », in « L'état de la France 2007 2008 » La Découverte

Poulain Jean-Guillaume (2004), « La détention du capital des entreprises françaises du CAC 40 par les non-résidents de 1997 à 2002 », Bulletin de la Banque De France – N° 124 – Avril 2004.

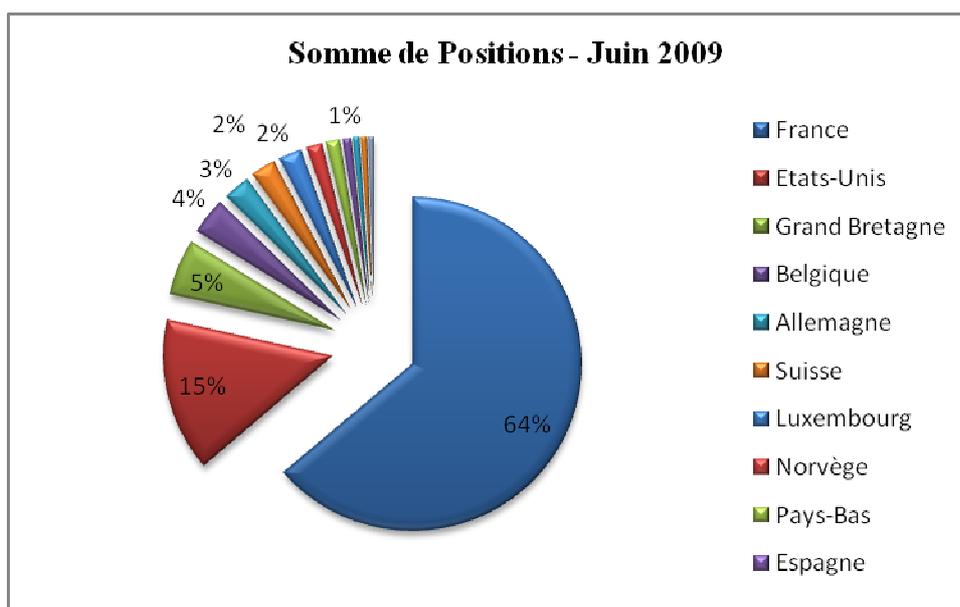
Shleifer Andrei. et Vishny, Robert W., (1997), « A survey of corporate governance » Journal of Finance, 52, pp. 737-784.

5. Annexes

5.1 Annexe I : Répartition de l'actionnariat par nationalité Décembre 2000.



5.2 Annexe II : Répartition de l'actionnariat par nationalité Décembre 2009.



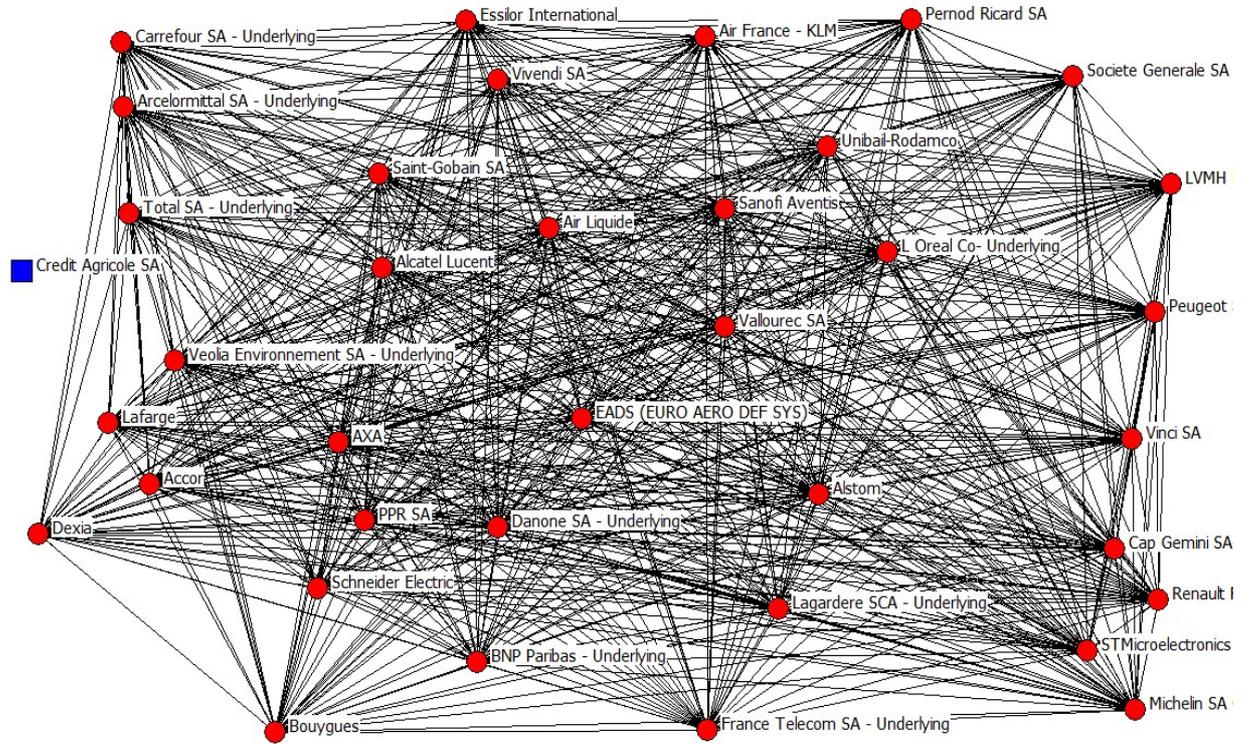
5.3 Annexe III : Comparaison des moyennes des positions actionnariales entre actionnaires résidents et non résidents.

	Position actionnariale				
	Pays codes	N	Moyenne	Ecart Type	Ecart Type moyen
Pos - SW-FR 31-Dec-2000	France	8 855,00	1 167 967,53	14727 89,54	156 509,37
	ETRANGER	13 158,00	356 616,00	7 362 365,12	64 183,35
Pos - SW-FR 31-Dec-2001	France	8 791,00	1 172 069,58	14 529 993,15	154 969,51
	ETRANGER	16 764,00	302 495,80	6 665 675,97	51 482,00
Pos - SW-FR 31-Dec-2002	France	8 702,00	1 157 540,84	14 182 217,04	152 031,85
	ETRANGER	18 489,00	287 001,55	5 258 238,38	38 670,84
Pos - SW-FR 31-Dec-2003	France	7 441,00	1 431 554,66	20 732 232,45	240 342,41
	ETRANGER	18 148,00	291 656,43	5 163 183,86	38 326,86
Pos - SW-FR 31-Dec-2004	France	7 375,00	1 559 473,35	20 785 491,94	242 035,63
	ETRANGER	18 737,00	310 041,76	5 278 881,54	38 564,87
Pos - SW-FR 31-Dec-2005	France	7 835,00	1 770 363,14	28 380 842,26	320 631,20
	ETRANGER	19 385,00	390 216,30	12 164 340,70	87 368,66
Pos - SW-FR 31-Dec-2006	France	8 314,00	1 872 753,16	33 242 627,90	364 577,90
	ETRANGER	21 539,00	431 054,61	12 368 894,58	84 278,76
Pos - SW-FR 31-Dec-2007	France	8 878,00	1 770 426,86	27 901 622,67	296 122,83
	ETRANGER	30 850,00	349 551,15	5 101 863,05	29 047,00
Pos - SW-FR 31-Dec-2008	France	8 343,00	1 900 768,22	30 336 018,51	332 121,86
	ETRANGER	31 611,00	360 114,97	5 293 816,66	29 774,86
Pos - SW-FR Juin 2009	France	7 030,00	2 324 992,17	37 416 115,43	446 252,88
	ETRANGER	25 489,00	454 258,15	6 228 954,71	39 015,64

5.4 Annexe IV : Matrice des liens actionnaires entre les entreprises du CAC40

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40
Accor		55	62	63	63	51	51	36	60	38	56	56	59	61	57	59	66	37	54	65	64	55	58	63	58	66	60	64	62	28	56	52	61	55	29	56	61	63	59	46
Air France - KLM	55		56	56	53	51	39	27	61	35	50	54	45	60	60	51	58	30	45	53	53	57	50	58	52	64	59	63	55	22	49	47	64	51	20	57	60	54	50	38
Air Liquide	62	56		63	71	65	53	40	69	34	70	70	64	60	53	62	73	42	62	76	70	51	70	60	72	60	62	66	69	34	69	66	60	54	29	57	62	70	68	52
Alcatel Lucent	63	56	63		58	53	48	33	61	34	60	62	54	58	65	52	64	41	50	66	62	57	60	55	65	63	65	62	30	59	55	63	51	27	53	55	62	57	46	
Alstom	63	53	71	58		66	53	37	68	31	62	67	55	59	54	65	72	43	60	66	69	50	63	57	62	63	61	63	65	31	66	60	55	55	30	57	64	66	66	56
Arcelormittal SA	51	51	65	53	66		64	56	60	33	66	72	64	54	49	64	58	60	65	63	64	51	69	58	57	53	58	64	71	47	70	73	51	53	44	48	62	62	67	60
AXA	51	39	53	48	53	64		65	47	29	59	58	61	47	38	53	46	63	65	51	59	41	58	47	51	44	45	51	61	58	61	62	44	43	55	40	50	52	55	68
BNP Paribas	36	27	40	33	37	56	65		33	16	47	46	50	33	29	43	29	71	49	37	44	29	43	34	36	31	30	40	45	66	52	55	31	31	66	27	38	36	46	60
Bouygues	60	61	69	61	68	60	47	33		34	64	63	53	58	58	63	73	34	58	68	69	60	61	60	63	66	67	63	68	26	63	62	54	54	23	53	63	67	62	44
Cap Gemini SA	38	35	34	34	31	33	29	16	34		33	35	33	35	40	30	35	18	33	33	34	43	34	37	28	37	36	37	35	6	33	33	42	35	8	34	38	34	34	26
Carrefour SA	56	50	70	60	62	66	59	47	64	33		68	67	60	51	59	52	68	68	66	53	74	57	59	60	62	60	76	46	75	71	51	51	40	48	55	60	70	58	
Credit Agricole SA	56	54	70	62	67	72	58	46	63	35	68		60	56	59	61	65	48	63	67	69	61	67	61	60	62	62	67	72	44	73	71	59	54	35	51	61	69	63	54
Danone SA	59	45	64	54	55	64	61	50	53	33	67	60		48	49	61	58	54	64	67	59	48	66	55	59	53	53	59	64	40	69	65	51	48	41	52	51	66	67	59
Dexia	61	60	60	58	59	54	47	33	58	35	60	56	48		58	52	56	36	52	56	58	57	55	54	55	63	55	63	61	27	52	53	59	53	27	55	62	54	51	46
EADS	57	60	53	65	54	49	38	29	58	40	51	59	49	58		52	56	34	49	55	57	65	51	60	50	66	58	59	54	25	49	50	66	60	23	58	57	54	50	39
Electricite De France SA	59	51	62	52	65	64	53	43	63	30	59	61	61	52	52		61	44	59	64	60	47	60	54	59	61	60	59	63	34	60	58	47	55	30	50	56	62	61	51
Essilor International	66	58	73	64	72	58	46	29	73	35	59	65	58	56	56	61		33	54	74	67	54	64	61	66	65	66	65	63	22	63	53	58	57	22	53	61	75	61	43
France Telecom SA	37	30	42	41	43	60	63	71	34	18	52	48	54	36	34	44	33		50	42	43	31	48	38	40	33	35	42	46	69	53	54	36	33	71	31	40	38	49	65
GDF Suez S A	54	45	62	50	60	65	65	49	58	33	68	63	64	52	49	59	54	50		59	60	49	64	50	55	52	57	60	67	44	68	66	45	55	45	49	56	56	65	61
L'Oréal	65	53	76	66	66	63	51	37	68	33	68	67	67	56	55	64	74	42	59		66	55	72	63	66	59	66	62	72	33	68	61	56	53	32	55	56	75	68	47
Lafarge	64	53	70	62	69	64	59	44	69	34	66	69	59	58	57	60	67	43	60	66		56	66	61	68	63	64	62	74	34	67	63	57	51	34	54	61	68	65	54
Lagardere SCA	55	57	51	57	50	51	41	29	60	43	53	61	48	57	65	47	54	31	49	55	56		52	65	50	59	59	61	56	22	54	57	64	55	18	57	61	53	55	35
LVMH	58	50	70	57	63	69	58	43	61	34	74	67	66	55	51	60	64	48	64	72	66	52		58	64	57	67	60	71	39	71	67	51	53	36	51	55	66	70	54
Michelin SA	63	58	60	60	57	58	47	34	60	37	57	61	55	54	60	54	61	38	50	63	61	65	58		59	63	64	70	58	30	59	56	61	56	26	60	63	61	57	44
Pernod Ricard SA	58	52	72	55	62	57	51	36	63	28	59	60	59	55	50	59	66	40	55	66	68	50	64	59		55	64	61	64	31	59	58	51	54	31	52	59	62	57	45
Peugeot SA	66	64	60	65	63	53	44	31	66	37	60	62	53	63	66	61	65	33	52	59	63	59	57	63	55		64	64	62	26	56	53	61	59	21	57	62	62	55	44
PPR SA	60	59	62	63	61	58	45	30	67	36	62	62	53	55	58	60	66	35	57	66	64	59	67	64	64		65	65	26	61	56	54	59	24	56	59	64	63	44	
Renault SA	64	63	66	65	63	64	51	40	63	37	60	67	59	63	59	59	65	42	60	62	62	61	60	70	61	64	65		65	33	68	60	59	57	31	58	67	62	60	50
Saint-Gobain SA	62	55	69	62	65	71	61	45	68	35	76	72	64	61	54	63	63	46	67	72	74	56	71	58	64	62	65	65		36	73	72	54	56	36	49	58	68	69	55
Sanofi Aventis	28	22	34	30	31	47	58	66	26	6	46	44	40	27	25	34	22	69	44	33	34	22	39	30	31	26	26	33	36		47	45	26	27	69	23	29	31	38	57
Schneider Electric	56	49	69	59	66	70	61	52	63	33	75	73	69	52	49	60	63	53	68	68	67	54	71	59	59	56	61	68	73	47		68	52	51	40	48	56	68	69	60
Societe Generale SA	52	47	66	55	60	73	62	55	62	33	71	71	65	53	50	58	53	54	66	61	63	57	67	56	58	53	56	60	72	45	68		54	51	42	48	57	61	66	58
STMicroelectronics NV	61	64	60	63	55	51	44	31	54	42	51	59	51	59	66	47	58	36	45	56	57	64	51	61	51	61	54	59	54	26	52	54		55	23	63	63	56	53	41
Suez Environnement Co	55	51	54	51	55	53	43	31	54	35	51	54	48	53	60	55	57	33	55	53	51	55	53	56	54	59	59	57	56	27	51	51	55		24	52	60	51	50	40
Total SA	29	20	29	27	30	44	55	66	23	8	40	35	41	27	23	30	22	71	45	32	34	18	36	26	31	21	24	31	36	69	40	42	23	24		20	25	25	35	56
Unibail-Rodamco	56	57	57	53	57	48	40	27	53	34	48	51	52	55	58	50	53	31	49	55	54	57	51	60	52	57	56	58	49	23	48	48	63	52	20		61	53	51	44
Vallourec SA	61	60	62	55	64	62	50	38	63	38	55	61	51	62	57	56	61	40	56	56	61	61	55	63	59	62	59	67	58	29	56	57	63	60	25	61		57	59	47
Veolia E SA	63	54	70	62	66	62	52	36	67	34	60	69	66	54	54	62	75	38	56	75	68	53	66	61	62	62	64	62	68	31	68	61	56	51	25	53	57		66	50
Vinci SA	59	50	68	57	66	67	55	46	62	34	70	63	67	51	50	61	61	49	65	68	65	55	70	57	57	55	63	60	69	38	69	66	53	50	35	51	59	66		56
Vivendi SA	46	38	52	46	56	60	68	60	44	26	58	54	59	46	39	51	43	65	61	47	54	35	54	44	45	44	44	50	55	57	60	58	41	40	56	44	47	50	56	

5.5 Annexe V : Les réseaux d'actionnaires du CAC 40 en 2000 et 2009.



Graphe de connexions au sein du CAC 40 en 2000

CONCLUSION GENERALE

Les structures explicatives des gouvernements des grands groupes industriels résident dans la configuration des réseaux de dirigeants, le type de propriétaires, ainsi que la répartition des titres de propriété. Adoptant ce même schéma d'analyse, nous avons procédé à un rapprochement des conseils d'administration, des fonds souverains et du modèle capitaliste français au sein d'une même recherche. Chacun de ces thèmes constitue en soi un objet de recherche et mérite d'être étudié en profondeur. Néanmoins, nombreuses sont les études qui se sont intéressées en premier lieu aux structures managériales puis aux réseaux d'administrateurs. Nous pouvons citer : P. Windolf (2000), Alcouffe et Alcouffe (2002), S. Chaabeni (2003), G. Charreaux (2003), Höpner et Krempel (2004), A. Degenne et M. Forse (2004). Nous avons souhaité nous focaliser sur l'impact de la législation en matière d'ouverture des conseils d'administration des entreprises du CAC40. Pour ce faire, nous avons dans un premier temps constitué une base de données incluant l'ensemble des administrateurs qui font ou faisaient partie des conseils d'administrations des 40 plus grandes entreprises françaises depuis 1998. A partir de cette base de données, nous avons mis en évidence l'existence d'administrateurs cumulards, c'est-à-dire ayant plus d'un mandat au cours de la même année. Ces administrateurs constituent notre échantillon de référence pour étudier le maillage du réseau des dirigeants. Il en ressort que le cumul des mandats subsiste malgré les recommandations du législateur, et contribue à la densification de ce réseau. En effet, la densité n'a pas baissé entre 1998 et 2010, se stabilisant à 15,38 %. Les entreprises ayant néanmoins réagi à la limitation du nombre de mandats, on constate la raréfaction des cumulards à plus de 5 mandats et l'augmentation du nombre d'administrateurs à 2 ou 3 mandats. Nos résultats montrent

que l'effet réseau aux seins des organes dirigeants subsiste et y est devenu une forme de défense contre les autres parties prenantes.

Si les décennies 90 et 2000 ont consacré le développement d'investisseurs institutionnels privés, la suivante pourrait bien être celle de l'essor des investisseurs publics. En effet, dans le sillage de l'internationalisation, de l'ouverture des économies et de l'émergence de nouvelles puissances mondiales, de nouveaux acteurs, les fonds souverains sortent de l'ombre et invitent les entreprises, les pouvoirs publics et la recherche académique à appréhender leur rôle et leur comportement. Les actifs gérés par ces acteurs de la finance mondiale ont été évalués en 1995 par l'OCDE à 21 286 Mds de dollars constants 2000. Ces actifs ont atteint 40 329 Mds en 2005 soit une augmentation de presque 100 % en l'espace de 10 ans ; ils ont presque triplé depuis le début des années 90 selon le FMI. Leur arrivée sur le devant de la scène suite à des prises de participation de fonds chinois et russes courant 2007 constitue une rupture d'approche vis-à-vis des fonds souverains. La plupart des responsables politiques occidentaux ont manifesté leurs craintes et leur hostilité à ce type d'investisseurs, souvent taxés d'opacité. Henry Paulson préconise que les États-Unis adoptent une approche multilatérale vis-à-vis des fonds souverains préservant des politiques d'investissement transparentes (Menou B. 2008). Angela Merkel se pose dès 2007 la question de savoir si la prise de participation d'un fond doté de capitaux publics ne serait pas liée à la volonté d'exercer une influence politique. Elle envisage même la création d'un contre-fond souverain allemand. Le Président du Conseil de l'Union européenne évoque de son côté l'altération de la concurrence par les fonds souverains. En France, un rapport du Sénat en date du 17 octobre 2007⁴⁴, remarque que l'approvisionnement des fonds souverains étant constitué par l'apport des matières premières, il n'est, par conséquent, pas assuré dans le futur. D'autre part, il affirme que la ressource des fonds souverains est « *faiblement génératrice de croissance puisque reposant sur*

44

Le nouvel « âge d'or » des fonds souverains au Moyen-Orient. N°33 Session Ordinaire 2007-2008 sous le direction de M. Jean ARTTHUIS

un secteur public prépondérant ». Alain Juillet évoque un comportement clairement prédateur de la part de fonds souverains qui exigent des dirigeants de grandes entreprises des informations pouvant être utilisées à des fins politiques ou stratégiques par d'autres structures. Nos résultats contrastent avec ces affirmations et montrent que les fonds souverains se comportent globalement comme des véhicules de placement d'épargne publique nationale soucieux de leurs rendements. Leur participation dans les capitaux de groupes industriels européens et américains restent à l'heure actuelle marginale. Nous constatons également que les fonds souverains sont plus présents dans les entreprises d'abord nationales et ensuite transfrontalières. Le risque lié au rejet par les pays industriels de ce type d'acteurs serait une régionalisation de ces investissements. Le dernier rapport du Sénat en date du 15 mai 2008 sous la direction de Jean Arthus relativise la menace des fonds souverains : « *Forts de leurs ressources en devises ou matières premières, une quarantaine de fonds souverains gèrent aujourd'hui entre 2.500 et 3.500 milliards de dollars, selon les sources. Ils sont appelés à se renforcer et incarnent un nouvel équilibre des flux financiers à l'échelle planétaire, leurs actifs étant à la mesure des déséquilibres structurels croissants du monde occidental* ». La création en 2008 du *fonds stratégique d'investissement*, le fonds souverains français qui regroupe une partie des participations de l'état français, met en perspective le poids des investisseurs publics comme acteurs majeurs aux cotés d'investisseurs privés déjà extrêmement influents.

Les investisseurs institutionnels privés (fonds de pension, fonds spéculatifs...) ont subi la méfiance et l'hostilité des pouvoirs et de l'opinion publics. On les a accusés d'avoir provoqué la dispersion de l'actionnariat et renforcé la financiarisation des stratégies industrielles. Le rôle de ces acteurs a été largement étudié. Gillan et Starks (2003) postulent que la montée des investisseurs institutionnels dans le capital des groupes industriels a offert la possibilité d'une surveillance accrue de la gestion de l'entreprise. Cette catégorie d'actionnaire a joué un rôle important dans le déclin d'autres formes de capitalisme, notamment le modèle rhénan, au profit du modèle du marché financier. Il est communément admis que le modèle capitaliste

français, jadis bancaire et familial mue incontestablement vers un modèle actionnarial anglo-saxon. En revanche, si l'on considère que le modèle capitaliste français dépasse les entreprises du CAC40 pour inclure 210 autres groupes cotés, on constate l'ancrage d'un actionnariat managérial et familial dont le déclin est loin d'être établi. Ceci également invite les pouvoirs publics à appréhender autrement les relations actionnariales. L'arrivée même d'autres types d'actionnaires, notamment salariés, remet en cause la suprématie du modèle anglo-saxon.

Cette recherche ambitionne de mettre en lumière un certain nombre de problématiques souvent périphériques mais non moins importantes dans l'étude de la gouvernance d'entreprise. En effet, un réseau d'administrateurs « solidaires » influence à la fois les approches stratégiques des firmes, les performances financières, la rémunération des dirigeants. La montée en puissance d'investisseurs étrangers privés et publics, et notamment les fonds souverains serait-elle un outil de « dédensification » de ces réseaux et d'amélioration du rôle sociétal des firmes ? Il convient d'élargir le champ d'étude à des entreprises européennes et occidentales pour mesurer l'ampleur de ces phénomènes. Il serait également judicieux de mesurer l'effet de la crise financière en termes de remise en cause de l'approche du marché financier anglo-saxon afin de déboucher sur un modèle capitalistique « hybride », conservant à la fois les intérêts des pouvoirs publics, de l'actionnariat familial, bancaire et salarié avec ceux des actionnaires minoritaires de type institutionnel.

BIBLIOGRAPHIE GENERALE

AFG (1998-2001-2004), « Recommandation sur le gouvernement d'entreprise », <http://www.afg.asso.fr/upload/14/Fichier158.pdf>

ACHOUR Anouar, COMETTO Hélène, DESCAMPS Samuel, HAMMOND Christophe, LACOYE-MATEUS Alice (2007), « Les fonds souverains : Conquête de la politique par la finance ». Ecole de Guerre Economique.

AGLIETTA Michel (2008), «New Trends in Corporate Governance: The Prominent Role of the Long Run Investor», *Competition & Change*, June 2008, Vol. 12 Issue 2, p203-222.

Alchian A.A. et Demsetz H. (1972), « Production, Information Costs, and Economic Organization », *American Economic Review*, vol. 62, n   5, 1972, p.777-795.

Alcouffe Alain et Christiane Alcouffe (direction) 2002, « Les entreprises françaises et le gouvernement d'entreprise: analyse et comparaisons européennes », juillet 2002, rapport au Commissariat général du Plan.

Alcouffe Christiane, (2000), « Judges and CEO: French aspects of corporate governance » *European Journal of Law and Economics*. Vol 9; 2, pp. 127-144.

Badian, Laura, HARRINGTON, Gregory (2008), « The Politics of Sovereign Wealth », *International Economy*, Vol. 22 Issue 1, p52-84.

Barca F. et Becht M. (2001), « The Control of Corporate Europe », Oxford University Press, Oxford.

Barlas Stephen, (2008), « Democrats Want Tougher Reviews of Investments by Sovereign Wealth Funds », *Strategic Finance*, 89 Issue 11, p24-60.

Baudru, D. Morin F. S. Lavigne (2001) « Les investisseurs institutionnels internationaux, une analyse des investisseurs américains » In Revue d'Economie Financière, n°61

Beiner S. Drobetz W., Schmid F. and Zimmermann H. (2004), « Is Board Size an Independent Corporate Governance Mechanism? » *Kyklos* Vol. 3, p. 327-356, 2004

Berle, Adolph A., and Gardiner C. Means, (1932), « The Modern Corporation and Private Property », New York, Commerce Clearing House.

Betbeze, Jean-Paul, NOYER Christian, Benoit CŒURE, Pierre DOCKES, ARTUS, Patrick, JACUQUET, Pierre, AGIELTTA Michel, (2008), *Fonds souverains à nouvelle crise, nouvelle solution ?* Puf, Paris.

Boonea, Audra L., Casares Field Laura, Karpoff Jonathan M. , Rahejad Charu G. (2007), « The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis », *Journal of Financial Economics* 85 66–101.

Burkart et al., 1997 M. Burkart, D. Gromb and F. Panunzi, « Large shareholders, monitoring and the value of the firm », *Quarterly Journal of Economics* 112 (1997), pp. 693–728

Bushee, B. (1999) « A Taxonomy of Institutional Investors: How Investor Behavior Matters » *Investor Relations Quarterly* 2 (1999): 13-18.

Chaabeni Sihem, 2003, *Les PDG français et leur rôle dans le gouvernement d'entreprise*, thèse de sciences économiques, Toulouse.

Charreaux Gérard, (2003), « Le point sur les réseaux d'administrateurs et de dirigeants », *Cahier du FARGO* n° 1030801,.

Chevalier Marc. (2009), « CAC 40, l'actionnariat étranger recule », *Alternatives Economiques* -n°284 - Octobre 2009

Clarke Thomas, (1998), « The stakeholder corporation », *A business philosophy for the information age*, *Long Range Planning*, Volume 31, Issue 2, April, 182-194.

Clément Pascal, (2004), « Proposition de loi sur la gouvernance des sociétés commerciales », <http://www.assemblee-nationale.fr/12/pdf/propositions/pion1407.pdf>

Conac Pierre-Henri, (2001), « La dissociation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général des sociétés anonymes selon la loi relative aux nouvelles régulations économiques », *Droit* 21, ER 052

Davis P.E. (1995), « Pension funds: retirement-income security and capital markets: an international perspective » Clarendon Press; New York: Oxford University Press

Davis, Gerald F., Mizuchi Mark S. « The money center cannot hold: commercial banks in the U.S. system of corporate governance », *Administrative Science Quarterly*, June, 1999

Degenne , Alain, Forsé , Michel; (2004), *Les réseaux sociaux*, Paris , A. Colin Demarolle Alain, Johanet Henri (2008), « Rapport sur les fonds souverains ». <http://lesrapports.ladocumentationfrancaise.fr/BRP/084000299/0000.pdf>.

Desbrières Ph (2002), « Les actionnaires salariés », *Revue Française de Gestion*, n°141, novembre-décembre 2002, p.255-281.

Despax Michel, (1956), *L'entreprise et le droit*, Thèse Droit, Toulouse.

Dietsch M. (2009), « Mondialisation et recomposition du capital des entreprises européennes ». Rapport au commissariat du plan.

Dupuy C, Daynac M, Cancel S, M. Kechidi (2002) « Internationalisation du capital des entreprises liées à la défense et modalités de contrôle des pouvoirs publics », Rapport d'Etude pour l'Observatoire Economique de la Défense, sous la direction de M. Kechidi, en collaboration avec C. Dupuy, M. Daynac, mars 2002.

FMI (2008), « Fonds souverains : le FMI intensifie ses travaux », *IMF Survey magazine* : www.imf.org/imfsurvey.

FULCONIS-TIELENS Andréane, (2008), « Les fonds souverains : nouveaux chevaliers blancs ? », *Revue Banque* février 2008 - n° 699 - pp 26-42.

Gillan S, Starks L-T (2003), « Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective ». *Journal of Applied Finance*, Vol. 13, No. 2, Fall/Winter 2003

Godard Laurence & Schatt Alain, (2004),. « Les déterminants de la "qualité" des conseils d'administration français », Working Papers FARGO 1040603, Université de Bourgogne - LEG/Fargo.

Granrut Charles (du), (2008), « L'essor des fonds souverains : la nouvelle géographie de la richesse », *Futuribles* février 2008 - n° 338 - pp 5-16.

Hollandts X., Guedri Z. (2008) « Les salariés capitalistes et la performance de l'entreprise », *Lavoisier Revue française de gestion*. 2008/3 - n° 183

Höpner, Martin; Krempel, Lothar, 2004, « The Politics of the German Company Network », *Competition & Change*, December, Vol. 8 Issue 4, 339-356.

Jen Stephen, (2007), « Sovereign Wealth Funds : What they are and what's happening », *World Economics* Vol. 8 No. 4 p1-8.

Jensen, M.C. and W.H. Meckling, (1976), « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics* 3: 305–360. *Journal of Finance*, vol. 54, n° 2, April, 1999, p. 471-517.

Kimmitt Robert. (2008), « Hank Paulson's dinner date with the sovereign wealth funds », *International Economy*, Vol. 22 Issue 2, p63-63.

La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifre A: « Corporate ownership around the world », *Journal of Finance*, april, 471, 1999

Lachman Desmond (2008), « Sovereign Wealth Fund Tease », *International Economy* Vol. 22 Issue 1, p60-82.

Lamy Jean-Michel, (2008), « Capitalisme d'Etat », *le Nouvel Economiste* 24 janvier 2008 - n° 1416 - pp 1-4.

Lyons Gérard, (2007), « State Capitalism: The Rise of Sovereign Wealth Funds », *Journal of Management Research*, Vol. 7 Issue 3.

Mizruchi Mark S. (1996), « What Do Interlocks Do? An Analysis, Critique, and Assessment of Research on Interlocking Directorates » *Annual Review of Sociology* Vol. 22: 271-298

Morin François (1998), *Le modèle français de détention et de gestion du capital*, Rapport au ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, Les Éditions de Bercy.

Morin, F. (2006), *Le nouveau mur de l'argent. Essai sur la finance globalisée*, Paris, Editions du Seuil.

OCDE (2008), *Résultats de la réunion du conseil de l'OCDE au niveau ministériel, Déclaration de l'OCDE sur les fonds souverains et les politiques des pays*. Paris, 4-5 juin 2008.

OCDE, (2008), « Fonds souverains et politiques des pays d'accueil », OCDE – Rapport du Comité de l'investissement Avril 2008.

OCDE, 1997, « Études Économiques de la France : thèmes spéciaux; marché du travail, gouvernement d'entreprises », Paris.

Odonnat Ivan, (2008), « Les conditions d'une contribution positive des fonds souverains à l'économie mondiale », TRÉSOR-ÉCO – n° 28 – Janvier 2008.

OECD, (2004) *Principles of Corporate Governance*, éditions de l'OCDE, Paris,.

O'Neill (2007), « Sovereign Wealth Funds highlight the changing world-and the need for more », Global Economics Weekly, Goldman Sachs, 7 novembre.

Plihon Dominique. (1999), « Les investisseurs institutionnels, nouveaux acteurs de la finance internationale », in Cahiers français, n° 289, La Documentation Française, Paris 1999.

Plihon Dominique. (2004), « Le capitalisme financier redessine l'industrie ». Sociétal; 46; p. 79.

Plihon Dominique, Ponsard J.P (2002), *La montée en puissance des fonds d'investissement : quels enjeux pour les entreprises*. Edition La Documentation Française, Paris 2002.

Plihon Dominique. (1999), « Les investisseurs institutionnels, nouveaux acteurs de la finance internationale », in *Crise mondiale et marchés financiers*, (éds.), Documentation française, Cahiers français, n° 289, janvier-février 1999

Portman Christophe, (2008), « The economic significance of Sovereign Wealth Funds », Economic Outlook, Volume 32 Issue 1, Pages 24 – 33.

Poulain J-G (2004), « La détention du capital des entreprises françaises du CAC 40 par les non-résidents de 1997 à 2002 ». Bulletin de la Banque De France – N° 124 – Avril 2004.

Schönberg Stefan, (2008), « Sovereign Wealth Alarm », International Economy, Vol. 22 Issue 1, p56-81.

Shleifer A. et Vishny, R., 1997, « A survey of corporate governance », Journal of Finance, 52, pp. 737-784.

SUMMERS Lary, (2007), « Opportunities in an era of large and growing official wealth », Sovereign Wealth Management, Central banking Publications.

Viénot Marc (1995, 1999), *Rapport du comité sur le gouvernement d'entreprise*, <http://www.medef.fr/>,

Windolf, Paul (1999) « L'évolution du capitalisme moderne: La France dans une perspective comparative, » *Revue Française de Sociologie*, Vol. 40, No. 3. (Jul. - Sep.), pp. 501-529.

Windolf, Paul (2000) « Was wird aus der Deutschland AG, Vortrag auf dem Kongress der Deutschen » *Gesellschaft für Soziologie*, September 2000

Yeo Hee-Jung, Pochet Christine, Alcouffe Alain, 2003, « CEO Reciprocal Interlocks in French Corporations », *Journal of Management & Governance*, Volume 7, Issue 1, pp. 87-108

ANNEXES

Annexe 1: Matrices des distances géodésiques

Matrice 1998 des distances géodésiques

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40		
1 ACCOR	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40		
2 AGF	0	2	2	2	1	2		1	2	1	2	2	2	1	2	2	3	2	2	2	2	2	4	3	2	2	2	1	2	2		2	1	1	2	1	2	1	3	2	2	
3 AIR LIQUID	2	1	0	2	2	2		2	3	2	2	2	2	2	1	2	2	2	2	2	2	3	2	1	2	2	2	2	2		3	2	1	2	2	1	1	3	3	2	2	
4 ALCATEL	2	2	2	0	1	1		1	1	1	2	2	2	2	1	2	2	2	1	2	2	3	3	1	2	1	2	2	2		2	2	1	3	1	1	1	3	1	1		
5 Avenis	1	1	2	1	0	1		1	2	2	1	2	2	2	2	2	2	3	2	2	1	3	3	1	2	1	2	2	2		2	1	1	3	2	1	2	3	2	1		
6 AXA	2	2	2	1	1	0		1	2	1	1	2	1	2	2	1	2	2	1	2	1	3	3	1	2	1	2	1	1		2	1	1	3	1	1	1	3	2	1		
7 BIC							0																																			
8 BNP	1	2	2	1	1	1		0	2	2	2	2	2	2	1	2	2	2	2	1	1	3	3	2	3	1	2	1	1		1	2	2	3	2	2	2	2	2	2	1	
9 CARREFOUR	2	3	3	1	2	2		2	0	2	1	3	3	2	2	2	3	3	2	3	3	4	3	2	2	1	3	3	3		3	1	2	3	2	2	2	4	2	2	2	
10 CANAL+	1	2	2	1	2	1		2	2	0	2	2	1	2	2	2	1	2	2	2	3	3	2	3	2	1	2	2	2		3	1	1	3	2	1	1	3	2	1		
11 CAP GEMENI	2	2	3	2	1	1		2	1	2	0	2	2	2	3	1	3	3	2	3	2	4	2	2	1	2	3	2	2		3	2	1	3	2	2	2	4	1	2	2	
12 CCF	2	2	2	2	2	2		2	3	2	2	0	3	3	1	2	3	2	3	1	3	4	3	2	3	3	3	2	2		3	2	1	3	2	2	3	2	3	2	3	
13 Crédit Local de	2	2	3	2	2	1		2	3	1	2	3	0	2	2	2	2	2	2	3	2	3	3	1	2	2	2	2	2		3	2	2	3	2	2	2	2	4	3	2	
14 DANONE	1	2	1	2	2	2		2	2	2	3	2	0	2	2	2	2	2	2	2	2	3	2	1	1	3	2	1	2		3	1	2	1	1	2	2	3	2	2		
15 Elf Aquitaine	2	1	2	1	2	2		1	2	2	3	1	2	2	0	2	2	2	2	2	1	2	3	3	1	2	2	2	1	2		2	2	2	3	2	2	2	2	2	2	
16 Eridania Béghin	2	2	2	2	2	1		2	2	2	1	2	2	2	0	2	2	2	2	1	3	2	3	2	1	1	2	2	2		3	1	1	3	2	1	1	4	1	2	2	
17 France TELECOM	3	2	1	2	2	2		2	3	2	3	3	2	2	2	2	0	2	2	2	2	2	1	2	1	2	3	2	1	2		3	2	2	2	2	1	2	3	3	2	
18 L'Oréal	2	2	1	2	3	2		2	3	1	3	2	2	2	3	2	0	2	2	1	2	3	2	3	3	3	2	2	2		3	2	2	2	2	2	2	2	2	3	2	
19 LVMH	2	2	1	1	2	1		2	2	2	3	2	2	2	1	2	2	0	2	2	3	2	1	2	2	2	2	2	2		3	1	2	2	1	1	2	3	2	1	2	
20 LAFARGE	2	2	1	2	2	2		1	3	2	3	1	3	2	1	3	2	1	2	0	2	3	2	2	3	2	3	2	3	1	1	2	3	2	2	2	3	1	3	2	1	
21 GROUPE LAG	2	2	1	2	1	1		1	3	2	2	3	2	2	2	2	2	2	2	0	3	2	2	3	2	3	2	3	1	1	2	2	2	2	1	2	2	3	2	2	2	
22 LEGRAND	4	3	2	3	3	3		3	4	3	4	4	3	3	3	3	1	3	3	3	3	0	3	2	3	4	3	2	3		4	3	3	3	3	2	3	4	4	3	3	
23 MICHELIN	3	2	1	3	3	3		3	3	3	2	3	3	2	3	2	2	2	2	2	2	3	0	2	1	4	3	2	3		4	3	3	2	2	3	3	3	3	3	3	
24 Paribas	2	1	2	1	1	1		2	2	2	2	2	1	1	1	1	1	3	1	2	2	2	2	0	1	2	1	2	2		3	1	1	2	1	1	3	2	1	3	2	
25 PEUGEOT	2	2	2	2	2	2		3	2	3	1	3	2	1	2	1	2	3	2	3	3	3	1	1	0	3	2	2	3		4	2	2	2	2	2	2	2	4	2	2	
26 PPR	2	2	3	1	1	1		1	1	2	3	2	3	2	2	3	2	2	2	4	4	2	3	0	3	2	2	2	2		2	2	2	4	2	2	2	2	3	1	1	
27 PROMODIS	1	2	3	2	2	2		2	3	1	3	3	2	2	2	2	2	2	2	3	3	3	3	1	2	3	0	3	2		3	2	2	3	2	1	2	4	3	2	2	
28 RENAULT	2	2	1	2	2	1		1	3	2	2	2	1	1	2	1	2	2	1	1	2	2	2	2	2	2	3	0	1		2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	2	
29 ST GOBIN	2	2	2	2	2	1		1	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	1	3	3	2	3	2	2	1	0		2	2	1	3	2	1	2	2	3	1	2	
30 STMELECTRONICS																																										
31 SANOFI	2	3	3	2	2	2		1	3	3	3	3	3	3	2	3	3	3	3	2	2	4	4	3	4	2	3	2	2		0	3	3	4	3	3	3	3	3	2		
32 SCHEINDER I	1	2	2	2	1	1		2	1	1	2	2	2	1	2	1	2	2	1	3	2	3	3	1	2	2	2	2	2		3	0	1	2	2	1	2	4	2	1		
33 SOCIETE GEN	1	1	2	1	1	1		2	2	1	1	2	2	1	2	2	2	2	2	3	3	1	2	2	2	2	2	1	1		3	1	0	3	1	1	2	3	2	1		
34 SODEHNO	2	2	1	3	3	3		3	3	3	3	3	1	3	3	2	2	2	2	2	3	2	2	2	4	3	2	3		4	2	3	0	2	3	3	3	3	3	3		
35 SUEZ LYONN	1	2	1	1	2	1		2	2	2	2	2	1	2	2	2	1	2	1	3	2	1	2	2	2	2	2	2	2		3	2	1	2	0	1	1	3	1	1		
36 Thomson CCF	2	1	2	1	1	1		2	2	1	2	2	2	2	1	1	2	1	2	2	2	3	1	2	2	1	2	1	2		3	1	1	3	1	0	2	3	2	1		
37 TOTAL	1	1	2	1	2	1		2	2	1	2	3	2	2	1	2	2	2	3	2	3	3	1	2	2	2	2	2	2		3	2	2	3	1	2	0	4	2	1	1	
38 Usinor	3	3	2	3	3	3		2	4	3	4	2	4	3	2	4	3	2	3	1	3	4	3	4	3	4	3	4	2		3	4	3	3	3	3	4	0	4	3	3	
39 VALEO	2	3	2	1	2	2		2	2	2	1	3	3	2	1	3	2	3	2	4	3	2	4	3	2	2	1	3	3		3	2	2	3	1	2	2	4	0	2	2	
40 VIVENDI	2	2	2	1	1	1		1	2	1	2	2	2	2	1	2	2	2	1	2	2	3	3	1	2	1	2	2	1		2	1	1	3	1	1	1	3	2	0	2	

Matrice 2006 des distances géodésiques

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40												
1 ACCOR	0	2	2	2	2	2	2	1	2	3	2	1	1	2	2	2	1	1	1	2	1	2	2	2	2	2	2	1	2	1	1	2	1	1	3	1	2	2	2	1	2	2										
2 AGF	2	0	1	2	2	2	2	2	3	2	3	1	2	3	3	3	3	2	2	2	3	3	2	2	2	2	2	1	2	2	2	2	2	1	3	2	2	3	1	2	1	3										
3 AIR LIQUIDE	2	1	0	2	3	1	1	2	2	3	2	2	2	3	2	2	3	2	1	1	2	3	1	2	1	2	2	2	2	2	1	1	2	3	2	2	2	2	1	2	1	2	2									
4 ALCATEL	2	2	2	0	3	2	2	2	1	2	1	2	1	3	3	2	2	2	2	2	3	2	2	2	3	3	3	2	3	2	1	2	3	2	2	2	1	2	1	2	1	2	3	2								
5 ARCELOR	2	2	3	3	0	2	2	2	2	3	3	2	3	3	3	3	3	2	3	3	2	2	3	3	3	3	3	1	3	2	2	2	2	3	4	1	3	3	2	2	2	3										
6 AXA	2	2	1	2	2	0	1	2	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	1	1	2	3	1	2	2	1	2	2	1	2	2	1								
7 BNP PARIBAS	1	2	1	2	2	1	0	1	2	2	2	1	2	1	1	2	1	2	1	1	1	2	1	2	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2	3	1	2	2	1	1	2	1	2	1							
8 BOUYGUES	2	2	2	2	2	2	1	0	2	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	2	1	2	2	3	2	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2							
9 CAP GEMINI	3	3	2	1	3	1	2	2	0	3	2	3	2	3	1	3	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	2	3	2	2	1	2	3	2	2	1	1	2	2	3	1	2	2	3	1					
10 CARREFOUR	2	2	3	2	3	2	2	3	3	0	3	1	3	3	3	3	3	2	2	3	2	2	2	3	2	3	3	3	1	3	1	3	3	1	3	2	2	3	2	2	3	2	2	3	3							
11 CREDIT AGR	1	3	2	1	2	2	2	2	2	3	0	2	2	2	1	2	2	2	1	2	2	1	2	1	2	3	2	3	2	2	2	2	2	2	2	2	3	1	2	2	2	2	2	3	2	2	3					
12 DEXIA	1	1	2	3	3	2	1	2	3	1	2	0	3	2	2	3	2	2	2	2	2	2	3	2	3	2	2	2	2	2	2	2	3	2	2	4	2	3	3	2	2	2	2	2	2	3						
13 EADS	2	2	3	3	3	2	2	2	2	3	2	3	0	2	3	1	3	3	3	3	1	1	3	2	3	3	1	1	3	2	3	3	2	2	3	2	2	3	2	2	2	3	2	1	1	2	1	1				
14 EDF	2	3	2	2	3	2	1	2	2	3	2	2	2	0	2	1	2	2	1	2	1	2	1	2	2	2	2	2	2	2	1	2	2	3	2	2	2	2	1	1	2	1	2	1	2	2	2					
15 ESSILOR INT	2	3	2	2	3	2	1	2	3	3	1	2	3	2	0	3	2	2	1	1	2	3	2	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	4	2	3	3	2	2	3	2	2	3	2	2	3	2			
16 FRANCE TEL	2	3	3	2	3	2	2	1	3	2	3	1	1	3	0	3	3	2	3	1	1	2	2	2	3	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3	1	2	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3		
17 GAZ DE FRA	1	3	2	2	3	2	1	2	3	2	2	2	3	2	2	3	0	2	2	2	2	3	2	3	2	2	2	2	2	2	1	3	2	2	2	2	1	3	2	2	3	2	2	3	2	2	3	2	2	3		
18 GROUPE DAN	1	2	1	3	2	2	2	2	3	2	2	2	3	2	2	3	2	0	1	2	2	2	1	3	2	2	2	1	1	2	2	2	3	1	2	2	3	1	2	2	1	2	2	2	2	2	2	3				
19 L'OREAL	1	2	1	2	3	2	1	2	2	3	1	2	3	1	1	2	2	1	0	1	2	3	2	2	2	2	2	2	2	2	1	2	1	2	2	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	2	2	2	2		
20 LAFARGE	2	2	1	2	3	1	1	2	2	2	2	2	3	2	1	3	2	2	1	0	2	2	2	3	2	2	2	2	1	2	1	2	2	2	3	2	2	2	3	1	1	2	2	2	3	1	1	2	2	2		
21 LAGARDERE	1	3	2	2	2	2	1	1	2	2	1	2	1	1	2	1	2	2	2	2	0	1	2	1	2	2	2	1	1	2	2	2	1	1	2	2	2	1	1	2	2	2	1	1	2	1	2	1	2	2		
22 LVMH MOET	2	3	3	3	2	2	2	2	2	2	2	3	1	2	3	1	3	2	2	1	0	3	2	3	3	1	2	2	3	3	2	2	3	3	2	2	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	
23 MICHELIN	2	2	1	3	3	2	1	2	2	3	3	2	3	2	2	2	2	1	2	2	2	3	0	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	2	
24 PERNOD-RI	2	2	2	3	3	2	2	2	2	2	2	2	3	2	2	3	2	3	2	3	2	3	1	2	3	0	3	2	2	2	1	2	1	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	2	
25 PEUGEOT	2	2	1	2	3	2	1	2	1	3	3	2	3	2	2	2	2	2	2	2	2	3	2	3	0	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	2		
26 PPR	1	1	2	3	1	2	1	1	2	3	2	2	3	2	2	3	2	2	2	2	2	3	2	2	2	2	2	2	0	2	1	2	1	2	1	2	3	2	2	3	2	2	3	2	2	1	2	2	2	2		
27 PUBLICIS GR	2	2	2	3	3	2	1	2	3	1	2	2	2	2	2	2	2	1	2	1	1	1	2	2	2	2	2	2	2	0	2	2	3	3	1	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	2	2	3	2	
28 RENAULT	1	2	2	2	2	2	1	1	2	3	2	2	2	1	2	2	2	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	0	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	
29 SAINT GOBA	1	2	2	1	2	1	1	2	2	1	2	2	3	2	2	2	1	2	2	1	2	2	1	2	2	2	2	2	2	2	0	2	2	1	2	1	2	1	2	1	2	1	2	1	2	2	2	2	2	2		
30 SANOFI-AVE	2	2	1	2	2	1	2	2	1	3	2	3	2	2	2	2	3	2	1	2	2	3	2	1	2	1	3	2	2	0	1	2	3	2	2	0	1	2	3	2	2	2	1	1	2	1	1	2	1	2	1	
31 SCHNEIDERI	1	2	1	3	2	1	2	2	2	3	2	2	2	3	3	3	2	2	2	2	3	2	2	2	2	2	2	2	1	3	2	2	1	3	2	2	1	0	2	4	2	3	3	2	2	3	1	2	3	1		
32 SOCIETE GEN	1	1	2	2	3	2	2	3	3	1	2	2	3	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	1	3	2	1	2	1	2	2	0	3	2	2	3	1	1	2	2	3	1	1	2	3	1	2	3		
33 STMICROELF	3	3	3	2	4	3	3	2	2	3	3	4	2	2	4	1	3	3	3	3	2	2	2	2	3	3	3	3	2	2	3	4	3	0	3	1	1	2	2	3	1	1	2	2	3	3	3	3	3	3		
34 SUEZ	1	2	2	2	1	1	1	1	2	2	1	2	2	2	2	2	2	1	2	2	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2	1	2	2	2	3	0	2	2	1	2	1	2	1	2	1	2	1	2	2	2		
35 THALES	2	2	2	1	3	2	2	1	1	2	2	3	2	1	3	1	2	2	2	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	1	2	3	2	1	2	3	2	1	2	0	1	1	1	1	1	2	2	2	2		
36 THOMSON	2	3	2	2	3	2	2	2	1	3	2	3	2	1	3	1	3	2	2	3	1	2	1	2	2	3	2	2	2	2	2	2	3	3	1	2	1	2	1	2	1	0	2	2	3	2	2	3	2	2	3	2
37 TOTAL	2	1	1	1	2	1	1	2	2	2	2	2	3	2	2	2	2	2	2	2	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	2	1	2	2	2	2	2	1	2	1	2	1	2	1	2	0	1	2	2	2	
38 VEOLIA ENVI	1	2	2	2	2	2	1	2	2	2	2	2	2	1	2	2	2	2	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2	1	2	1	2	1	2	1	2	1	2	1	2	1	2	1	2	1	0	1	2	1	2	2	
39 VINCI	2	1	2	3	2	2	2	2	3	3	2	2	1	2	3	2	3	2	2	2	2	2	2	2	3	3	3	2	3	2	2	2	3	2	3	1	2	3	2	1	2	3	2	1	0	2	2	2	2	2	0	
40 VIVENDI	2	3	2	2	3	1	1	2	1	3	3	2	1	2	2																																					

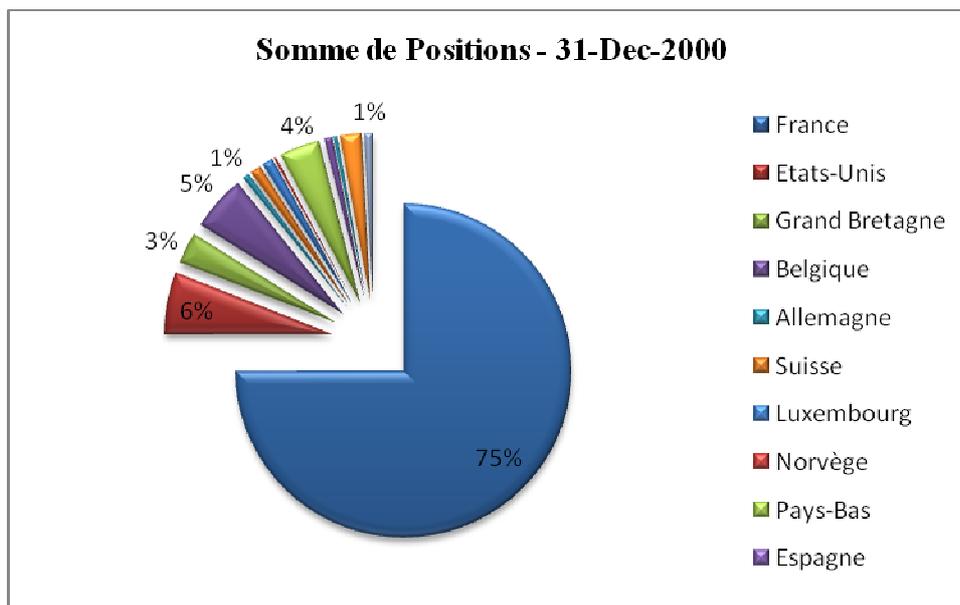
Annexe 2 : Les caractéristiques des fonds souverains

INVESTOR NAME	Pays	Orientation	Turnover	Nombre de participation
Brazilian Government	Brésil	Passive	Low	16
Government of France	France	Passive	Low	13
Government of Russia	Russie	Passive	Moderate	12
Temasek Holdings Pte. Ltd.	Singapour	Active	Low	87
Ministry of Finance	Chine	Passive	Low	1
Government of Norway	Norvège	Passive	Low	8
Government of Japan	Japon	Passive	Low	8
Government of India	Inde	Passive	Moderate	7
Italian Government	Italie	Passive	Low	4
Government of Finland	Finlande	Passive	Low	14
KfW Bankengruppe	Allemagne	Passive	Low	3
CITIC Group	Chine	Passive	High	13
Kuwait Investment Office	Kuwait	Active	Low	127
NC Social Security Fund	Chine	Passive	Low	87
Czech Republic Government	République Tchèque	Passive	Low	2
German Government	Allemagne	Passive	Low	2
Government of Belgium	Belgique	Passive	Low	3
Greek Government	Grèce	Passive	Low	6
Korean Government	Korée	Passive	Low	2
Land Niedersachsen	Allemagne	Passive	Low	2
Government of Indonesia	Indonésie	Passive	Low	4
Swedish Government	Suède	Passive	Low	3
Government of Singapore IC	Singapour	Active	Low	181
Khazanah Nasional Berhad	Malysie	Active	Low	6
Permodalan Nasional Berhad	Malysie	Active	Low	17

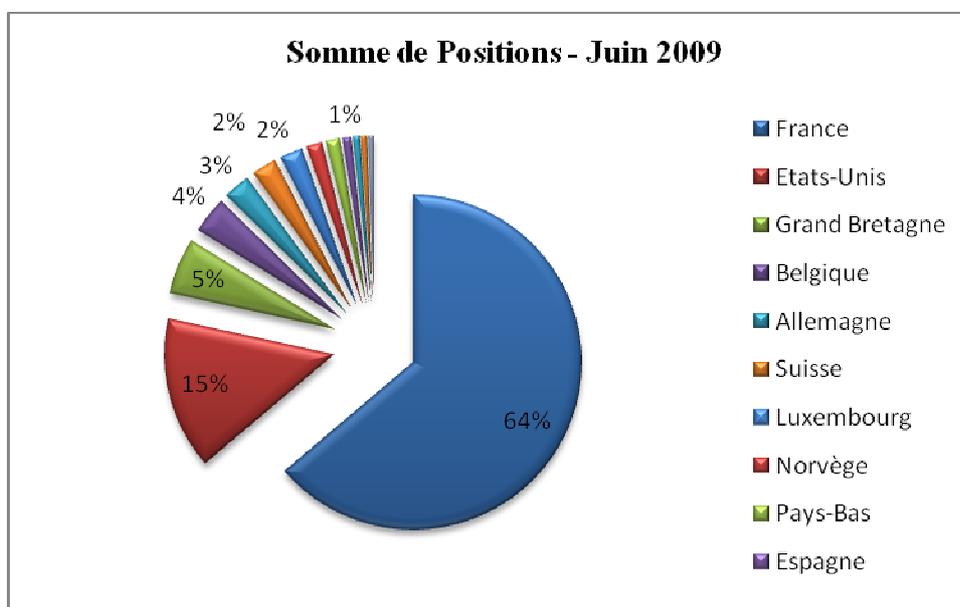
Annexe 3 : Matrice carrée des liens selon la nationalité du groupe détenu par les fonds souverains :

	Allemagne	Belgique	Brésil	Chine	Corée du sud	Finlande	France	Grèce	Inde	Indonésie	Italie	Japon	Koweït	Malaisie	Norvège	Rép Tchèque	Russie	Singapour	Suède	Suisse	
Allemagne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Belgique	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Brésil	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1	0	0	0
Chine	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	1	0	0	0
Corée du sud	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finlande	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
France	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Grèce	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inde	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0
Indonésie	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Italie	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Japon	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Koweït	1	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0	0
Malaisie	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1	0	0	0
Norvège	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rép Tchèque	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Russie	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Singapour	0	0	1	1	0	0	0	0	1	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0
Suède	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Suisse	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Annexe 4 : Répartition de l'actionnariat par nationalité Décembre 2000.



Annexe 5 : Répartition de l'actionnariat par nationalité Décembre 2009.



Annexe 6 : Comparaison des moyennes des positions actionnariales entre actionnaire résident et non résident.

	Position actionnariale				
	Pays codes	N	Moyenne	Ecart Type	Ecart Type moyen
Pos - SW-FR 31-Dec-2000	France	8 855,00	1 167	14 727 689,54	156 509,37
	Etranger	13 158,00	356 616,00	7 362 365,12	64 183,35
Pos - SW-FR 31-Dec-2001	France	8 791,00	1 172	14 529 993,15	154 969,51
	Etranger	16 764,00	302 495,80	6 665 675,97	51 482,00
Pos - SW-FR 31-Dec-2002	France	8 702,00	1 157	14 182 217,04	152 031,85
	Etranger	18 489,00	287 001,55	5 258 238,38	38 670,84
Pos - SW-FR 31-Dec-2003	France	7 441,00	1 431	20 732 232,45	240 342,41
	Etranger	18 148,00	291 656,43	5 163 183,86	38 326,86
Pos - SW-FR 31-Dec-2004	France	7 375,00	1 559	20 785 491,94	242 035,63
	Etranger	18 737,00	310 041,76	5 278 881,54	38 564,87
Pos - SW-FR 31-Dec-2005	France	7 835,00	1 770	28 380 842,26	320 631,20
	Etranger	19 385,00	390 216,30	12 164 340,70	87 368,66
Pos - SW-FR 31-Dec-2006	France	8 314,00	1 872	33 242 627,90	364 577,90
	Etranger	21 539,00	431 054,61	12 368 894,58	84 278,76
Pos - SW-FR 31-Dec-2007	France	8 878,00	1 770	27 901 622,67	296 122,83
	Etranger	30 850,00	349 551,15	5 101 863,05	29 047,00
Pos - SW-FR 31-Dec-2008	France	8 343,00	1 900	30 336 018,51	332 121,86
	Etranger	31 611,00	360 114,97	5 293 816,66	29 774,86
Pos - SW-FR Juin 2009	France	7 030,00	2 324	37 416 115,43	446 252,88
	Etranger	25 489,00	454 258,15	6 228 954,71	39 015,64

Annexe 7 : Matrice des liens actionnariale entre les entreprises du CAC40

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40
Accor		55	62	63	63	51	51	36	60	38	56	56	59	61	57	59	66	37	54	65	64	55	58	63	58	66	60	64	62	28	56	52	61	55	29	56	61	63	59	46
Air France - KLM	55		56	56	53	51	39	27	61	35	50	54	45	60	60	51	58	30	45	53	53	57	50	58	52	64	59	63	55	22	49	47	64	51	20	57	60	54	50	38
Air Liquide	62	56		63	71	65	53	40	69	34	70	70	64	60	53	62	73	42	62	76	70	51	70	60	72	60	62	66	69	34	69	66	60	54	29	57	62	70	68	52
Alcatel Lucent	63	56	63		58	53	48	33	61	34	60	62	54	58	65	52	64	41	50	66	62	57	57	60	55	65	63	65	62	30	59	55	63	51	27	53	55	62	57	46
Alstom	63	53	71	58		66	53	37	68	31	62	67	55	59	54	65	72	43	60	66	69	50	63	57	62	63	61	63	65	31	66	60	55	55	30	57	64	66	66	56
Arcelormittal SA	51	51	65	53	66		64	56	60	33	66	72	64	54	49	64	58	60	65	63	64	51	69	58	57	53	58	64	71	47	70	73	51	53	44	48	62	62	67	60
AXA	51	39	53	48	53	64		65	47	29	59	58	61	47	38	53	46	63	65	51	59	41	58	47	51	44	45	51	61	58	61	62	44	43	55	40	50	52	55	68
BNP Paribas	36	27	40	33	37	56	65		33	16	47	46	50	33	29	43	29	71	49	37	44	29	43	34	36	31	30	40	45	66	52	55	31	31	66	27	38	36	46	60
Bouygues	60	61	69	61	68	60	47	33		34	64	63	53	58	58	63	73	34	58	68	69	60	61	60	63	66	67	63	68	26	63	62	54	54	23	53	63	67	62	44
Cap Gemini SA	38	35	34	34	31	33	29	16	34		33	35	33	35	40	30	35	18	33	33	34	43	34	37	28	37	36	37	35	6	33	33	42	35	8	34	38	34	26	
Carrefour SA	56	50	70	60	62	66	59	47	64	33		68	67	60	51	59	59	52	68	68	66	53	74	57	59	60	62	60	76	46	75	71	51	51	40	48	55	60	70	58
Credit Agricole SA	56	54	70	62	67	72	58	46	63	35	68		60	56	59	61	65	48	63	67	69	61	67	61	60	62	62	67	72	44	73	71	59	54	35	51	61	69	63	54
Danone SA	59	45	64	54	55	64	61	50	53	33	67	60		48	49	61	58	54	64	67	59	48	66	55	59	53	53	59	64	40	69	65	51	48	41	52	51	66	67	59
Dexia	61	60	60	58	59	54	47	33	58	35	60	56	48		58	52	56	36	52	56	58	57	55	54	55	63	55	63	61	27	52	53	59	53	27	55	62	54	51	46
EADS	57	60	53	65	54	49	38	29	58	40	51	59	49	58		52	56	34	49	55	57	65	51	60	50	66	58	59	54	25	49	50	66	60	23	58	57	54	50	39
Electricite De France SA	59	51	62	52	65	64	53	43	63	30	59	61	61	52	52		61	44	59	64	60	47	60	54	59	61	60	59	63	34	60	58	47	55	30	50	56	62	61	51
Essilor International	66	58	73	64	72	58	46	29	73	35	59	65	58	56	56	61		33	54	74	67	54	64	61	66	65	66	65	63	22	63	53	58	57	22	53	61	75	61	43
France Telecom SA	37	30	42	41	43	60	63	71	34	18	52	48	54	36	34	44	33		50	42	43	31	48	38	40	33	35	42	46	69	53	54	36	33	71	31	40	38	49	65
GDF Suez S A	54	45	62	50	60	65	65	49	58	33	68	63	64	52	49	59	54	50		59	60	49	64	50	55	52	57	60	67	44	68	66	45	55	45	49	56	56	65	61
L'Oréal	65	53	76	66	66	63	51	37	68	33	68	67	67	56	55	64	74	42	59		66	55	72	63	66	59	66	62	72	33	68	61	56	53	32	55	56	75	68	47
Lafarge	64	53	70	62	69	64	59	44	69	34	66	69	59	58	57	60	67	43	60	66		56	66	61	68	63	64	62	74	34	67	63	57	51	34	54	61	68	65	54
Lagardere SCA	55	57	51	57	50	51	41	29	60	43	53	61	48	57	65	47	54	31	49	55	56		52	65	50	59	59	61	56	22	54	57	64	55	18	57	61	53	55	35
LVMH	58	50	70	57	63	69	58	43	61	34	74	67	66	55	51	60	64	48	64	72	66	52		58	64	57	67	60	71	39	71	67	51	53	36	51	55	66	70	54
Michelin SA	63	58	60	60	57	58	47	34	60	37	57	61	55	54	60	54	61	38	50	63	61	65	58		59	63	64	70	58	30	59	56	61	56	26	60	63	61	57	44
Pernod Ricard SA	58	52	72	55	62	57	51	36	63	28	59	60	59	55	50	59	66	40	55	66	68	50	64	59		55	64	61	64	31	59	58	51	54	31	52	59	62	57	45
Peugeot SA	66	64	60	65	63	53	44	31	66	37	60	62	53	63	66	61	65	33	52	59	63	59	57	63	55		64	64	62	26	56	53	61	59	21	57	62	62	55	44
PPR SA	60	59	62	63	61	58	45	30	67	36	62	62	53	55	58	60	66	35	57	66	64	59	67	64	64	64		65	65	26	61	56	54	59	24	56	59	64	63	44
Renault SA	64	63	66	65	63	64	51	40	63	37	60	67	59	63	59	59	65	42	60	62	62	61	60	70	61	64	65		65	33	68	60	59	57	31	58	67	62	60	50
Saint-Gobain SA	62	55	69	62	65	71	61	45	68	35	76	72	64	61	54	63	63	46	67	72	74	56	71	58	64	62	65	65		36	73	72	54	56	36	49	58	68	69	55
Sanofi Aventis	28	22	34	30	31	47	58	66	26	6	46	44	40	27	25	34	22	69	44	33	34	22	39	30	31	26	26	33	36		47	45	26	27	69	23	29	31	38	57
Schneider Electric	56	49	69	59	66	70	61	52	63	33	75	73	69	52	49	60	63	53	68	68	67	54	71	59	59	56	61	68	73	47		68	52	51	40	48	56	68	69	60
Societe Generale SA	52	47	66	55	60	73	62	55	62	33	71	71	65	53	50	58	53	54	66	61	63	57	67	56	58	53	56	60	72	45	68		54	51	42	48	57	61	66	58
STMicroelectronics NV	61	64	60	63	55	51	44	31	54	42	51	59	51	59	66	47	58	36	45	56	57	64	51	61	51	61	54	59	54	26	52	54		55	23	63	63	56	53	41
Suez Environnement Co	55	51	54	51	55	53	43	31	54	35	51	54	48	53	60	55	57	33	55	53	51	55	53	56	54	59	59	57	56	27	51	51	55		24	52	60	51	50	40
Total SA	29	20	29	27	30	44	55	66	23	8	40	35	41	27	23	30	22	71	45	32	34	18	36	26	31	21	24	31	36	69	40	42	23	24		20	25	25	35	56
Unibail-Rodamco	56	57	57	53	57	48	40	27	53	34	48	51	52	55	58	50	53	31	49	55	54	57	51	60	52	57	56	58	49	23	48	48	63	52	20		61	53	51	44
Vallourec SA	61	60	62	55	64	62	50	38	63	38	55	61	51	62	57	56	61	40	56	56	61	61	55	63	59	62	59	67	58	29	56	57	63	60	25	61		57	59	47
Veolia E SA	63	54	70	62	66	62	52	36	67	34	60	69	66	54	54	62	75	38	56	75	68	53	66	61	62	62	64	62	68	31	68	61	56	51	25	53	57		66	50
Vinci SA	59	50	68	57	66	67	55	46	62	34	70	63	67	51	50	61	61	49	65	68	65	55	70	57	57	55	63	60	69	38	69	66	53	50	35	51	59	66		56
Vivendi SA	46	38	52	46	56	60	68	60	44	26	58	54	59	46	39	51	43	65	61	47	54	35	54	44	45	44	44	50	55	57	60	58	41	40	56	44	47	50		56

TABLE DES MATIERES

SOMMAIRE.....	5
INTRODUCTION GENERALE.....	7
1. Le contexte de la recherche	10
2. L'objet de la recherche	17
3. Les apports de la recherche	19
4. Bibliographie	21
CHAPITRE I : CONSEILS D'ADMINISTRATION ET GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE : LE CAS FRANÇAIS DE 1998 A 2006.....	25
1. Les variétés de capitalismes nationaux et la mondialisation.....	25
2. Conseils d'administration et gouvernement d'entreprise en France	29
3. Cumul des mandats et réseaux d'entreprises.....	31
3.1. La méthodologie de l'étude	35
3.2. L'analyse des réseaux	36
3.3. Les résultats	38
4. Conclusion.....	44
5. Bibliographie	47
CHAPITRE II : FONDS SOUVERAINS ET GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE : UN ETAT DES LIEUX.....	51
1. Etude descriptive des principaux fonds souverains.....	55
1.1 La répartition géographique de l'investissement souverain	55
1.2 La répartition sectorielle des fonds souverains	58
2. La logique privée des fonds souverains : la création de valeur pour la collectivité ? 63	
2.1. L'intérêt des fonds souverains : le développement et la stabilisation de l'économie 63	
2.2 La montée en puissance des fonds dans le capital des sociétés cotées.....	69
3. Conclusion.....	74
4. Bibliographie	77
CHAPITRE III : LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS INSTIGATEURS D'UN NOUVEAU MODELE ACTIONNARIAL FRANÇAIS.....	79
1. Les investisseurs institutionnels : approche théorique.	80
1.1 La typologie des investisseurs institutionnels	81
1.1.2 Les compagnies d'assurance.....	81

1.1.3	Les organismes de placement collectif :	82
1.1.4	Les fonds de pension.....	82
1.1.4.1	Les fonds à prestation définie (DB)	82
1.1.4.2	Les fonds à contribution définie (DC)	83
1.2	Stratégies et modes de gestion des fonds d'investissement	84
1.2.1	Gestion interne ou gestion externe (déléguée).....	84
1.2.2	Gestion financière active ou gestion passive (indexée).....	84
2.	La montée en puissance des investisseurs institutionnels.	85
2.1	La dichotomie entre propriété du capital et mode de contrôle.....	85
2.2	Méthodologie :	88
2.2.1	L'échantillon	88
2.2.2	Les variables étudiées :	89
2.3	Résultats	90
3.	Conclusion.....	104
4.	Bibliographie	105
5.	Annexes	108
5.1	Annexe I : Répartition de l'actionnariat par nationalité Décembre 2000.....	108
5.2	Annexe II : Répartition de l'actionnariat par nationalité Décembre 2009.	108
5.3	Annexe III : Comparaison des moyennes des positions actionnariales entre actionnaires résidents et non résidents.....	109
5.4	Annexe IV : Matrice des liens actionnariaux entre les entreprises du CAC40... 110	
5.5	Annexe V : Les réseaux d'actionnaires du CAC 40 en 2000 et 2009.	111
	CONCLUSION GENERALE	113
	BIBLIOGRAPHIE GENERALE	117
	ANNEXES	123
	TABLE DES MATIERES	131
	LISTE DES TABLEAUX	133

LISTE DES TABLEAUX

Tableau I: les revendications classiques des parties prenantes.....	11
Tableau II : Exemple de nouvelles revendications des parties prenantes.....	12
Tableau III : Taille des Conseils d'administration.....	30
Tableau IV : Les cumuls de postes de dirigeants dans les sociétés cotées en 1998.....	33
Tableau V: Les administrateurs cumulards au sein du CAC 40 de 1998 à 2006.....	34
Tableau VI: Matrice des liens personnels entre les 15 sociétés les plus centrales 1998.....	41
Tableau VII: Matrice des liens personnels entre les 15 sociétés les plus centrales 2006....	42
Tableau VIII : Comparaison du volume d'actifs détenus par les investisseurs institutionnels	68
Tableau IX: Les acquisitions des fonds souverains.....	70
Tableau X : Répartition des avoirs par nationalité.....	91
Tableau XI : Répartition des avoirs par type d'investisseurs.....	93
Tableau XII : Répartition des avoirs par % du capital détenu.....	94
Tableau XIII : Répartition des avoirs par type d'investisseurs hors CAC 40.....	95
Tableau XIV : Comparaison des moyennes selon la taille de la capitalisation boursières entre actionnaires résidents et non résidents.....	97
Tableau XV : Comparaison des moyennes de la position actionnariale entre actionnaires résidents et non résidents.....	99
Tableau XVI : Résultat de la comparaison de moyenne (Test d'échantillons indépendants) SBF 250.....	101

RESUME DE LA THESE

TITRE : GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE : RESEAUX D'ADMINISTRATEURS ET INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS.

Les réseaux d'administrateurs et les investisseurs institutionnels sont acteurs de l'évolution du gouvernement d'entreprises en France. Les conseils d'administration sont au cœur des réflexions et leur cadre légal a fait l'objet de modifications. Il nous a paru donc intéressant de mesurer le poids des administrateurs cumulards, la taille des conseils d'administration, et d'étudier l'évolution de la densité des réseaux d'administrateurs des entreprises du CAC 40 entre 1998 et 2006, suite à ces modifications de législation. Notre étude montre que les réseaux de sociétés formés par le cumul de mandats d'administrateurs restent vivaces au sein des plus grandes sociétés françaises (Chapitre 1). La crise des subprimes a révélé la montée en puissance des fonds souverains, et dont les avoirs ont été multipliés par 9 depuis fin 2002. Nous étudions le poids de leurs participations, ainsi que leur logique d'investissement dans le capital des entreprises des pays les plus développés (Chapitre 2). Nous montrons que ces investisseurs ont un comportement proche de celui des investisseurs actifs et s'éloignent des investisseurs stables (les banques et les compagnies d'assurance). Un troisième chapitre est consacré à l'étude de l'émergence d'un nouveau modèle actionnarial français, né sous l'impulsion de l'actionnariat institutionnel. Nous nous intéressons au poids des investisseurs institutionnels étrangers présents dans le capital des groupes de l'indice SBF250. Nous proposons de démontrer que, malgré la forte internationalisation de l'actionnariat, il subsiste une différence notable entre le taux d'ouverture aux capitaux étrangers du capital des entreprises à forte capitalisation boursière (notamment celles du CAC 40), et celui des autres entreprises composant l'indice SBF250. Nous caractérisons un modèle actionnarial « hybride » où se côtoient des investisseurs institutionnels non résidents et des actionnaires résidents familiaux, publics et industriels. L'étude conclut que ces derniers préservent une position forte au sein de l'indice SBF250.

Mots clés : Gouvernance d'entreprises, Taille du conseil d'administration, Réseaux d'administrateurs du CAC40, Densité des réseaux interentreprises, Fonds souverains, Investisseurs institutionnels, Crise des subprimes, crise financière.

TITLE: CORPORATE GOVERNANCE: NETWORK DIRECTORATES AND INSTITUTIONAL INVESTORS.

Interlocking directorates and institutional investors are involved in the evolution of corporate governance in France. The boards are at the heart of reflexion and changes in their legal framework have happened. It seems interesting to measure the weight of the "interlocking directorates", the size of boards, and study the evolution of the density of the network of directors among CAC 40 companies between 1998 and 2006. Our study shows that networks of companies formed by the accumulation of directorships remain vivid in the largest French companies (Chapter 1). The subprime crisis has revealed the rise of sovereign wealth funds, assets of which have been multiplied by nine since late 2002. We study the weight of their participation and their politic of investment in the capital of the most developed countries' companies (Chapter 2). We show that the behaviour of these funds is very similarly to the one of active investors and quite different of the one of stable investors such as banks or insurance companies. A third chapter is devoted to the study of the emergence of a new French shareholder model, born under the influence of institutional shareholders. We consider the weight of foreign institutional investors into the SBF 250 groups' capital. We propose to show that, despite the strong internationalisation of shareholders, a significant difference between the rate of openness to foreign capital of capital-intensive companies (especially CAC 40 companies), and the one of the other companies of SBF 250 index remains. We characterize a "hybrid" shareholder model which combines non-resident institutional investors and shareholders resident families, public and industrial investors. The study concludes that they keep a strong position in the SBF250.

Keywords: Corporate Governance, Board Size, Interlocking directorates CAC40, density networks, Sovereign Wealth Funds, Institutional Investors, Subprime Crisis