

## LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS : DES ACTIONNAIRES NEUTRES ?

FABRICE DEMARIGNY \*

L'analyse des investisseurs institutionnels en tant qu'actionnaires n'a jamais fait l'objet d'une étude spécifique. Si des articles et quelques rares ouvrages ont mis en relief leur rôle financier - notamment leur place dans le financement de l'économie -, ces études sont toujours restées partielles car consacrées individuellement à chaque type d'investisseur institutionnel.

Les organismes n'ont que très rarement fait l'objet d'un travail plus transversal et global mettant en lumière leur rôle d'actionnaire au sein du capital des principales sociétés françaises.

Il s'agit pourtant d'un des aspects les plus paradoxaux du pouvoir des investisseurs institutionnels. En effet, d'un point de vue purement juridique, les investisseurs institutionnels n'exercent aucun rôle en tant qu'actionnaires or les faits soulignent le contraire. S'ils ne sont en principe que de simples gestionnaires de fonds, cette interposition entre l'épargne et l'investissement n'est pas neutre.

109

Les acteurs du marché et la presse financière se font régulièrement l'écho de cette puissance. Bien souvent, on leur attribue la responsabilité d'un brusque mouvement boursier, d'une restructuration importante ou l'éviction d'un dirigeant important. Actifs ou volontairement inactifs, les investisseurs institutionnels sont toujours présentés comme agissant dans la coulisse. Où est le vrai? Il est nécessaire de faire une fois pour toute la part entre le mythe et la réalité qui entoure cette puissance des investisseurs institutionnels.

### *Une définition capitalistique des investisseurs institutionnels.*

On peut définir différentes catégories d'investisseurs institutionnels en tentant de comprendre pour chacun d'entre eux quelles sont les caractéristiques de leurs détentions d'actions. C'est à la lumière du type d'épargne collectée - qu'il s'agisse de ressources longues ou courtes, certaines ou volatiles, protégées ou exposées aux aléas du marché - que l'on comprend les stratégies qui les guident dans leurs placements, notamment en actions.

---

\* *Economiste, Docteur en Sciences Politiques.*

C'est en fonction de la stabilité de leurs ressources et donc de leurs placements en actions que l'on peut juger de leur poids réel dans l'évolution de la structure financière du capitalisme français ; une détention longue en action permet de construire des stratégies capitalistes s'inscrivant dans le temps.

Ainsi, avant d'analyser en détail les conséquences de cette détention massive d'actions, il est nécessaire de bien poser définitivement la structure de cet ensemble hétérogène que composent les investisseurs institutionnels en fonction du sens attaché à la détention d'actions.

On peut dire qu'il existe des investisseurs institutionnels de «premier rang» quand il s'agit d'organismes clairement identifiables : les compagnies d'assurances, la Caisse des dépôts et consignations et les banques, voire même des combinaisons entre ceux-ci comme la «bancassurance»; pour ceux-ci, la détention d'actions est directe et, le plus souvent du fait de leur montant, assez durable.

Les investisseurs institutionnels de «second rang» sont les OPCVM, les compagnies d'assurances ou les caisses de retraites gérées par des institutionnels de «premier rang». Le mode de détention d'actions est plus volatile tout particulièrement pour les OPCVM que le marché juge à leur performance et qui, par conséquent, vendent ou conservent leurs titres sur la base d'arbitrages à court terme. C'est pourquoi, les actions qu'ils détiennent ne sont qu'indirectement détenues ou «coagulables» avec celles des institutionnels de «premier rang».

En outre, il est apparu plusieurs fois que les institutionnels de «premier rang» créent, pour mieux gérer leurs flux financiers internes, des institutionnels de «second rang» (c'est le cas de montages financiers tels que les primes d'assurance Vie libellées en parts d'OPCVM, les OPCVM spécifiques de la Caisse des dépôts et consignations, les FCP d'entreprise, ...). Cela montre bien qu'en plus d'un pouvoir financier grandissant, les investisseurs institutionnels consolident leurs positions en «s'institutionnalisant» eux mêmes. Le revers de la médaille, c'est qu'ils le font en créant des institutionnels qui peuvent s'autonomiser.

Si les années soixante n'ont connu que la consolidation des investisseurs institutionnels de «premier rang» ; grossièrement, on peut affirmer que les années quatre-vingt ont été marquées par l'essor des institutionnels de «deuxième rang» beaucoup plus exposés aux lois du marché.

Cet essor s'est fait le plus souvent au sein des premiers, ce qui a eu pour effet de les exposer à leur tour de manière croissante aux aléas du marché ; mais cet essor a également eu lieu dans les banques et a contribué en grande partie à faire d'elles des investisseurs institutionnels à part entière.

Pour en venir au coeur de notre sujet, celui du rôle d'actionnaire des investisseurs institutionnels, voyons concrètement au sein du capital des

principales sociétés industrielles et de services quelle place occupe ce type d'actionnaire très particulier.

*Les différents types de détention d'actions pour un investisseur institutionnel*

On peut distinguer quatre types d'achats d'actions pour un investisseur institutionnel :

— les participations stratégiques, liées le plus souvent à leur activité première, celles-ci sont importantes voire majoritaires car elles visent le contrôle de la société ;

— les participations de «place», qui ont pour but de renforcer des liens financiers ou interpersonnels nécessaires aux ambitions stratégiques de l'investisseur institutionnel concerné. Cela correspond à des participations inférieures à une minorité de blocage mais supérieures à 5%, c'est-à-dire sans pouvoir capitalistique direct mais non dénuées d'influence ; autrement dit, l'investisseur institutionnel est dans une situation de minoritaire simple et il joue un rôle d'arbitre entre les équilibres de pouvoir au sein de l'entreprise en question ;

— les participations non stratégiques qui correspondent à un type de détention «hybride» d'actions : à la fois placement et participation (elles ne sont jamais supérieures à 5 ou 6%) ;

— les placements purs qui correspondent à la politique d'émiettement de fonds placés pour minimiser les risques ; ils sont dénués de toute portée stratégique ou pseudo-stratégique (ils sont le plus souvent inférieurs à 1%) : ce sont des placements de portefeuille.

Dans le premier cas de figure (qui ne concerne pas les OPCVM), les investisseurs institutionnels se comportent comme de véritables actionnaires visant à exploiter au maximum les synergies pouvant résulter de leurs participations. On aurait cependant tort de croire que ces participations stratégiques sont uniquement acquises grâce à leurs fonds propres. Au vrai, ces acquisitions sont souvent réalisées avec les bénéfices que les institutionnels tirent de la gestion des fonds qui leur sont confiés ; parfois même directement avec ces derniers.

Les participations stratégiques, dites de «place», sont le reflet du placement des fonds que gèrent les investisseurs institutionnels ; mais elles servent également à consolider leurs réseaux de relations financières. Il est en effet de plus en plus courant qu'avec de telles participations les dirigeants des investisseurs institutionnels acceptent de siéger dans des conseils d'administration. A tout le moins ils désirent être informés des grandes orientations stratégiques des entreprises auxquelles ils participent pour conserver une cohérence au réseau qu'ils entendent créer. C'est l'un

des exemples de l'utilisation par les investisseurs institutionnels du pouvoir attaché aux actions qui ne leur appartiennent pourtant pas directement.

Les participations non stratégiques sont, quant à elles, de véritables placements financiers mais elles sont suffisamment importantes pour que leur éventuel retrait ne soit pas sans effet sur la confiance des autres actionnaires. Il s'agit ici également d'un mode de pression sur les équipes dirigeantes des entreprises concernées. Enfin, si ces participations stratégiques font partie d'un «noyau dur» elles ne remplissent que l'une des conditions de définition d'un placement, mais pas celle de la liberté de négociation ; elles s'apparentent alors à une participation. Elles ne peuvent donc pratiquement jamais être neutres. En effet, en cas d'OPA ou d'une évolution de l'actionnariat, même si les investisseurs institutionnels ne bougent pas, ils prennent parti pour l'équipe en place.

Ainsi, quelle que soit l'origine des fonds ou le montant des participations, les investisseurs institutionnels ne sont pas des actionnaires neutres. Dans la majorité des cas, ils exercent plus une forte influence qu'un contrôle réel. Il existe cependant des influences suffisamment pesantes pour qu'elles s'apparentent beaucoup à des contrôles.

Dans deux cas seulement, les investisseurs institutionnels sont neutres. C'est en effet le cas s'ils se trouvent aux deux extrêmes de l'éventail des positions de contrôle et d'influence qu'ils peuvent exercer dans le capital d'une entreprise. S'ils détiennent une petite part de capital (inférieure à 5%) d'une entreprise mais doivent faire face à un actionnaire «majoritaire absolu», ils ne sont que des partenaires «passifs» (sleeping partners) et il ne s'agit alors pour eux que d'un placement financier neutre en termes de contrôle.

A l'autre extrême, s'ils ne détiennent qu'une part infime du capital (inférieure ou égale à 1%) ils sont par définition neutres ; cette part est insuffisante pour peser en termes de contrôle et sa sortie du capital ne bouleverse pas les équilibres de pouvoirs dans l'entreprise.

Dans tous les autres cas, les investisseurs institutionnels jouent un rôle, soit dans la composition des capitaux d'entreprise, soit dans la définition de leurs grandes orientations stratégiques voire dans la nomination de leurs dirigeants. C'est la non-neutralité capitalistique des investisseurs institutionnels.

Ce rôle des investisseurs institutionnels dans l'actionnariat des entreprises est particulièrement important à l'heure où la France sort du «capitalisme sans capitaux». Autrement dit, elle passe d'un capitalisme basé sur des financements administrés ou sur des emprunts à long terme et non par la constitution de fonds propres en actions.

Pour toutes ces raisons, on constate que les entreprises françaises sous-capitalisées se tournent de plus en plus vers la richesse structurelle des institutionnels pour constituer le capital nécessaire au financement de leur croissance. C'est l'une des manifestations du passage de la France des années quatre-vingt d'une économie administrée ou d'endettement à une économie de marché de capitaux.

*L'hétérogénéité de l'actionnariat institutionnel*

Il ressort de l'analyse de ces diverses politiques d'actionnariat des investisseurs institutionnels une grande hétérogénéité des formes de détention d'actions même s'il est vrai que, pris dans leur ensemble, les investisseurs institutionnels détiennent en moyenne 18% du capital des entreprises auxquelles ils participent.

En effet, la part de capital que détiennent les principaux investisseurs institutionnels dans les 73 plus importantes sociétés cotées se répartissent comme suit :

*Ventilation de la part de capital détenue par l'ensemble des principaux investisseurs institutionnels.*

% du capital détenu	Nombre de participations détenues par les investisseurs institutionnels
entre 0 et 10%	14
entre 10 et 20%	32
entre 20 et 30%	17
entre 30 et 40%	5
entre 40 et 50%	4
plus de 50%	1
TOTAL	73

113

Comme on peut le voir, la part de l'ensemble des investisseurs institutionnels dépasse rarement 30% du capital d'une entreprise. Ils sont donc pratiquement toujours en deçà de la minorité de blocage. Leur présence n'est pas négligeable pour autant dans la mesure où ils sont toujours au-dessus de 5%, voire de 10%. Ils se situent donc bien dans la zone où leur pouvoir s'exerce plus par l'influence que par le contrôle direct.

*Un capitalisme «zinzin» ?*

Compte tenu de cette large présence capitalistique des investisseurs institutionnels, peut-on affirmer qu'ils ont la main mise sur tout un pan de l'économie française ?

Une réponse affirmative obligerait à formuler l'hypothèse que les institutionnels forment une entité homogène agissant de manière ordonnée et constante. Or, les impératifs de marché sont ressentis très différemment d'un investisseur institutionnel à l'autre, les horizons temporels de leurs placements sont parfois contradictoires et enfin, les contraintes réglementaires sont très variées.

Au vrai, hormis le modèle allemand où les secteurs industriels et bancaires sont intimement liés, deux conceptions différentes s'opposent : le modèle anglo-saxon et le modèle français.

114 En effet, au début des années 1970, les principaux investisseurs institutionnels britanniques ont créé une association dont le but affiché est de rentabiliser au mieux les fonds qu'ils gèrent. L'idée de départ consiste à penser que si l'objectif final est de maximiser les profits, les moyens d'y parvenir ne se limitent pas au placement financier à court terme. Dans ce dernier cas, le principe est assez simple, il s'agit de vendre quand ils sont mécontents et d'acheter quand ils font confiance... bref, de « voter avec les pieds ». Le nouveau moyen choisi par cette association est tout autre : il s'agit de réunir les participations des divers investisseurs institutionnels membres et de s'impliquer, avec plus de poids, dans la gestion de l'entreprise en question.

Le but final est donc bien le même (rentabiliser les fonds qu'ils gèrent), seul le moyen change.

Dès lors, ce pouvoir qu'ils se sont donné ensemble leur permet de changer les équipes dirigeantes en place s'ils le jugent nécessaire. Toutefois rien que la menace d'une telle éventualité peut suffire à rendre les dirigeants beaucoup plus sensibles aux intérêts des actionnaires, à rendre le titre plus attrayant et, par conséquent, à accroître sa valeur en bourse et, au bout du compte, à valoriser le placement de chacun des investisseurs institutionnels.

Cependant, pour plusieurs raisons ce schéma vertueux et l'association elle-même ont échoué.

En premier lieu, très vite de nombreux conflits ont éclaté entre les équipes dirigeantes de ces entreprises et les divers investisseurs institutionnels membres de l'association devenus soudain trop curieux. Ces conflits ont eu pour effet de faire baisser les cours en bourse ; en bref, tout le contraire de l'effet recherché s'est produit.

En second lieu, il a bien fallu reconnaître qu'il existe de réelles différences entre des gestionnaires de fonds et des industriels. A tout moment, il est resté vrai qu'il est moins coûteux de se débarrasser d'un titre que de vouloir réorganiser en entier la firme qui l'a émis.

Enfin, la principale raison de cet échec est que les parts des institutionnels britanniques ne se sont jamais réellement additionnées les unes aux autres car il s'agit d'organismes très différents ou, quand ils se ressemblent, âprement concurrents et donc incapables de s'entendre.

Ainsi l'idée d'un contrôle institutionnel sur l'industrie est restée lettre morte. Car si l'on peut aisément admettre l'interdépendance entre deux fonctions complémentaires, l'une financière, l'autre industrielle, on ne peut pas conclure, dans une économie réellement concurrentielle, à la domination de l'une sur l'autre. Considérés dans leur ensemble les investisseurs institutionnels britanniques, parce que divisés entre eux, sont finalement neutres en terme de contrôle. Ils peuvent en revanche être très influents mais de manière simple et transparente : quand ils ne sont pas satisfaits, ils revendent leurs titres.

La plus forte influence que peuvent avoir les investisseurs institutionnels dans un univers concurrentiel ne peut s'exercer que par une seule voie : celle du marché.

Si l'on reconsidère l'ensemble des facteurs qui ont fait échouer cette association d'investisseurs institutionnels britanniques, certaines différences fondamentales apparaissent dans le cas de la France.

Les institutionnels français sont en général beaucoup plus fidèles dans leurs placements (en raison d'une moindre vitesse de rotation des portefeuilles à l'exception peut-être des OPCVM), surtout quand il s'agit de participations de «place». Ils préfèrent très nettement conserver leurs actions et, par conséquent, leur confiance et leur influence. Cela explique qu'en France il y ait peu de conflits ouverts entre des institutionnels et des industriels.

Dès lors, sans affirmer qu'il y ait domination des uns sur les autres, on peut néanmoins avancer qu'il existe une interdépendance beaucoup plus profonde et réelle que dans le modèle britannique où le seul lieu de rencontre entre institutionnels et industriels est le marché.

Enfin, il n'y a pas eu en France d'exemples de regroupements volontaires et officiels d'investisseurs institutionnels. Il existe certes des alliances «locales» dans le capital de certaines entreprises, mais pas de politiques globales définies au préalable, valables pour toutes les entreprises où ils sont présents.

Comment expliquer que ce type d'association n'ait jamais vu le jour en France ? Tout simplement parce qu'un élément contribue à une meilleure cohérence entre institutionnels réunis au sein du capital industriel ; en

effet, depuis le milieu des années quatre-vingt ces derniers opèrent un véritable mouvement de resserrement financier entre eux sous forme de participations croisées.

### *L'évolution de la neutralité financière des investisseurs institutionnels*

Au total, on s'aperçoit que les investisseurs institutionnels sont une réalité économique qui a changé de nature en vingt ans.

Il apparaît que les années soixante et soixante-dix sont celles de la puissance des investisseurs institutionnels en tant que «gendarmes» des marchés financiers. Sur un marché des actions étroit et peu internationalisé, ils exercent une influence déterminante sur l'évolution de la bourse ; c'est leur non neutralité de masse. En revanche, leur pouvoir capitalistique est faible ou inemployé.

Les années quatre-vingt bouleversent ce paysage, le marché financier devient une notion qui se comprend au singulier tant les flux s'internationalisent et les différents segments, produits et acteurs se confondent. Dès lors, les interventions des investisseurs institutionnels sont noyées dans la masse et ne parviennent plus à jouer leur traditionnel rôle contracyclique. Au vrai, ils ne désirent plus jouer ce rôle ; la notion même d'investisseur institutionnel devient moins homogène et les horizons de placement des uns et des autres, intimement dépendants du type d'épargne qu'ils collectent, divergent et n'autorisent plus des comportements financiers trop éloignés des logiques de court terme du marché. Il en résulte qu'ils sont désormais neutres sur le marché ; c'est leur nouvelle neutralité de masse.

Mais ce n'est pas là l'unique renversement des années quatre-vingt, l'étude de leur place dans le capital des principales sociétés industrielles montre qu'ils sont maintenant décidés à utiliser leur force d'actionnaire et qu'ils ont fait le choix de s'investir davantage dans les stratégies des entreprises qu'ils détiennent en partie. La nouveauté de la dernière décennie est leur non neutralité capitalistique.

### *Une puissance non employée*

Les éléments qui militent en faveur d'une affirmation du rôle des investisseurs institutionnels dans le système financier français sont de deux ordres.

En premier lieu, leur puissance financière est clairement établie. Leur présence dans le capital des plus grandes sociétés industrielles et financières françaises le prouve. Mais ce n'est qu'un aspect de leur pouvoir capitalistique ; plus important encore est le fait qu'ils aient considérablement accru leur force de frappe financière. On note ainsi que les investis-

seurs institutionnels de «premier rang» (grandes banques et compagnies d'assurances ainsi que la Caisse des dépôts et consignations) développent en leur sein des investisseurs institutionnels de «second rang» (OPCVM) qui leur procurent d'importantes ressources financières supplémentaires. En un mot, le principe qui consiste à récolter des fonds dans leur activité première a été réutilisé par le biais de la gestion collective : ils continuent toujours d'accroître leur pouvoir avec les fonds de leurs clients. De surcroît, ces investisseurs institutionnels de «premier rang» ont, pour des raisons historiques et économiques, multiplié les liens financiers entre eux. Ils sont donc de plus en plus puissants et souvent solidaires.

Mais on remarque que cette puissance financière ne s'exerce plus de la même manière ; les années antérieures à l'internationalisation et à l'interdépendance des marchés sont marquées par une forte présence des investisseurs institutionnels dans l'évolution des marchés (les «zinzins») alors que la neutralité caractérise le rôle d'actionnaire. Dans les années quatre-vingt ce constat s'inverse ; les investisseurs institutionnels ne parviennent plus à influencer le marché ; ils deviennent «neutres». En revanche, leur poids dans le capital des grandes sociétés s'accroît, et surtout ils décident d'utiliser cette présence. Cette puissance n'est pas encore absolue ; dans tous les cas, les investisseurs institutionnels n'occupent qu'une place d'arbitre dans le capital des grandes sociétés cotées, au mieux ils sont en position d'actionnaires de référence, jamais majoritaires. Ils ont un droit de regard, parfois de veto. Enfin, leur rôle est essentiellement défensif (un rôle de «chevalier blanc»), et l'affaire de la Société Générale montre qu'ils se désunissent quand ils passent à l'attaque.

117

En second lieu, il est aujourd'hui indéniable que leur puissance financière place les investisseurs institutionnels au coeur de l'évolution du capitalisme. La thèse d'Olivier Pastré<sup>1</sup> est d'en faire un centre unique de décision de l'évolution du capitalisme dans toutes ses dimensions (financière, économique, politique et sociale). Mais la réalité est plus modeste, s'il est vrai que les modèles financiers d'origine anglo-saxonne ou germanique d'une part, et les conceptualisations politiques de ces systèmes («capitalisme populaire» ou de l'économie mixte) d'autre part, sont construits autour des investisseurs institutionnels, ceux-ci ne sont pas les uniques acteurs de l'évolution du capitalisme. De plus, leur rôle ne va pas au-delà de la sphère financière.

En bref, la puissance des investisseurs institutionnels repose sur l'importance des fonds qu'ils gèrent et sur leur positionnement au coeur de la structure financière du capitalisme ; mais leur particularité vient du fait

<sup>1</sup> Pastré (O.). *Les nouveaux piliers de la finance*, Editions La Découverte, Paris, 1992.

qu'ils ont un pouvoir qu'ils n'exercent pas directement. Ils sont en recul. Ils sont le passage obligé des grandes décisions qu'ils ne prennent pas. Ils sont les arbitres de restructurations qu'ils ne provoquent pas.

Il est également manifeste que les investisseurs institutionnels ne forment pas un ensemble solide et cohérent exerçant un pouvoir en tant que tel. Le concept même d'investisseur institutionnel a évolué, une grande partie des flux financiers sont maintenant gérés par le biais d'investisseurs institutionnels de «second rang» beaucoup plus exposés aux règles du marché. L'ensemble n'est pas homogène, les horizons de gestion entre un investisseur institutionnel de «premier rang» et un de «second rang» diffèrent au point que les actions qu'ils détiennent n'ont pas la même signification et devront être considérés séparément même si, en termes de pouvoir, des «coagulations» existent.

Au bout du compte, on peut concevoir un modèle politico-financier simple dont le coeur sont les investisseurs institutionnels. Mais il s'agit plus d'un centre de gravité que d'un centre nerveux ; les investisseurs institutionnels sont d'excellents instruments de protection et de défense qui arbitrent des conflits et orientent des restructurations en évitant désormais de les concevoir. Ils ne prennent pas d'initiatives, sans que cela veuille dire qu'ils ne font rien car ils sont au coeur de ce qui se fait. Les investisseurs institutionnels, bien que de plus en plus puissants, sont le rouage et non le moteur de l'évolution du capitalisme.

Enfin, pendant l'entre-deux-guerres, le débat politico-financier s'est cristallisé sur l'existence d'un «mur de l'argent». Après la guerre, François Bloch-Lainé a suspendu le débat en posant une question simple qui a relativisé la thèse des grands complots : «Le mur de l'argent est-il fait de pierres de taille ou de petits cailloux ? » On passait alors d'un capitalisme de grands propriétaires à un capitalisme de petits épargnants.

Aujourd'hui que le capitalisme est passé de cette dernière phase à celle d'un capitalisme d'investisseurs institutionnels, c'est-à-dire dominé par des organismes rassemblant les fonds des petits épargnants et exerçant le pouvoir en leur nom : le mur de l'argent est-il fait de parpaings ?