



LA PRÉSENCE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ÉTRANGERS DANS LES GRANDES ENTREPRISES FRANÇAISES : LOGIQUE FINANCIÈRE OU LOGIQUE INDUSTRIELLE ?

MICHEL DELAPIERRE*
BERNADETTE MADEUF**
CHARLES-ALBERT MICHALET***
CHRISTIAN MILELLI****

Le texte qui suit résume une recherche¹ portant sur la présence globalement importante, mais inégale, à la fin des années 1990, d'investisseurs institutionnels étrangers dans le capital social des grandes entreprises françaises. Elle prolonge et, sur certains points, précise des analyses antérieures présentées dans un rapport collectif² sur les conséquences de l'émergence d'un nouveau régime de gouvernement d'entreprise. Ces analyses n'avaient pas permis de mettre en évidence des relations non équivoques entre le niveau de rentabilité des entreprises et la présence des investisseurs institutionnels étrangers. Une autre explication est donc proposée : elle consiste à considérer que ces investisseurs sont guidés peut-être plus par les choix et orientations stratégiques des entreprises, conditions de leur rentabilité à moyen-long terme, que par une exigence de rentabilité immédiate. Comme la globalisation des activités des groupes constitue aujourd'hui une dimension cruciale de leur stratégie, la mise en évidence d'une relation entre la globalisation et la présence des investisseurs étrangers pourrait soutenir une explication alternative. Se trouvent donc au centre de la recherche deux types de relation. La première, entre présence des investisseurs et rentabilité à court terme, qui renvoie à une logique

* Chargé de Recherche CNRS, FORUM Nanterre.

** Professeur, Université Paris X, FORUM.

*** Professeur, Université Paris IX.

**** Ingénieur de Recherche CNRS, FORUM.

financière de type spéculatif, a largement été prise en compte dans la littérature. La seconde relation, entre présence des investisseurs institutionnels et globalisation, encore peu étudiée à ce jour, constitue une approche originale. Si elle était statistiquement validée, elle pourrait conforter l'importance de critères plus industriels que purement financiers dans les choix de placement des investisseurs institutionnels étrangers.

Un test statistique portant sur la validité de ces deux hypothèses a donc été effectué. Il a mobilisé des variables relatives à deux périodes (septembre 1997 et janvier 1999). Dans les limites de l'exercice - validité des données, durée de la période, constitution et taille de l'échantillon - les résultats du test sont légèrement plus favorables à la seconde hypothèse, celle du lien entre présence des investisseurs étrangers et globalisation des entreprises. Toutefois, ces résultats montrent les limites des explications monistes et nous conduisent à proposer une interprétation combinant à la stratégie d'internationalisation des entreprises la structure de la propriété du capital et leur appartenance sectorielle.

CONSTRUCTION DE L'ÉCHANTILLON ET CHOIX DES VARIABLES

La progression rapide de la présence d'investisseurs étrangers dans le capital des entreprises relevant de l'indice boursier CAC 40 désignait d'emblée la population d'où pouvait être tiré l'échantillon. Les sociétés financières ont été exclues afin de garantir le caractère homogène de la mesure de l'internationalisation.

Trois variables ont été retenues.

La variable clé (INS), qui correspond à *la part du capital social détenue par les investisseurs institutionnels étrangers*, s'est avérée difficile à appréhender. En effet, il n'existe pas à ce jour de données totalement fiables permettant des comparaisons inter-temporelles ou internationales. Ainsi deux sources différentes ont été utilisées : pour le mois de septembre 1997, la base de données fournie par CDA Spectrum et pour le mois de janvier 1999, des estimations établies par le Centre de recherche sur l'épargne. Toutes ces informations ont été complétées et vérifiées grâce aux rapports annuels d'activité.

La variable financière (RTE), exprimée par le ratio *résultats nets part du groupe / capitaux propres part du groupe*, correspond à la valeur moyenne sur deux ans (1996-1997 et 1998-1999) et sur cinq ans (1996-2000), afin de gommer les mouvements erratiques.

Enfin, le degré d'internationalisation des entreprises retenues (CAE) a été mesuré par le ratio *chiffre d'affaires consolidé réalisé à l'étranger / chiffre d'affaires consolidé total*. Cet indicateur associe le montant des ventes provenant des filiales implantées à l'étranger à celui des ventes à l'exportation depuis la France. Pour les groupes de l'échantillon, la

part du chiffre d'affaires réalisé à l'étranger se situe globalement à un niveau élevé : plus de la moitié d'entre eux tirait au moins 60 % de leurs revenus de ventes à l'étranger en 1997. De plus, la tendance pour la période de référence est au renforcement de l'internationalisation, même pour les entreprises les moins internationalisées, comme France Télécom et Canal + qui ont plus que doublé la part de leur chiffre d'affaires à l'étranger entre 1997 et 1999.

TESTS STATISTIQUES ET RÉSULTATS

L'analyse statistique a testé deux hypothèses selon une même méthode. La première a porté sur la relation entre les variables INS et RTE. Si les investisseurs institutionnels étrangers recherchent principalement la plus forte rentabilité actuelle, alors leur part dans le capital social des sociétés doit être dépendante du taux de rentabilité (RTE). La deuxième hypothèse a supposé une relation entre INS et l'internationalisation des entreprises (CAE), autrement dit les investisseurs étrangers manifesterait une préférence pour les entreprises les plus internationalisées.

Pour analyser chacune de ces relations, deux tests ont été utilisés : une analyse de la variance classique et son équivalent en termes de rang, le test de Wilcoxon. Pour cela, a été observé le comportement statistique de la variable dépendante continue (INS) en fonction d'une variable indépendante de classe répartissant la population d'entreprises en deux sous-ensembles. La sensibilité de cette méthode a permis d'identifier l'existence d'un effet de différenciation entre des populations dont les caractéristiques se recoupent partiellement. La proposition hypothétique testée a été l'absence d'influence exercée par une variable (RTE ou CAE) sur la variable dépendante : il s'agit donc d'un test de non-significativité.

Cette méthode a donné les résultats suivants. Il ressort, en premier lieu, que les investisseurs institutionnels étrangers ne sont pas proportionnellement plus présents dans les groupes les plus rentables. La prise en compte de la rentabilité moyenne sur une période plus longue (1996-2000) fait en outre apparaître un début de relation inverse entre INS et RTE ; autrement dit, ces investisseurs seraient proportionnellement plus présents dans les entreprises affichant une plus faible rentabilité moyenne sur les cinq années. L'examen cas par cas des entreprises met en évidence la structure de la propriété du capital.

En deuxième lieu, le degré d'internationalisation ne constitue pas non plus un critère déterminant dans le choix des placements réalisés par les investisseurs institutionnels étrangers même si un début de relation apparaît pour l'année 1997. Un affinement du test de Wilcoxon (abaissement du seuil de la médiane pour les deux dates) conforte l'existence d'un début de relation entre INS et CAE.

INTERPRÉTATION

Les résultats des tests ont montré que les explications monistes ne rendent pas compte des choix opérés par les investisseurs étrangers et conduisent à retenir d'autres motifs. Deux types d'explication ont pu être avancés : la structure de la propriété du capital et la nature de l'activité qui renvoie à l'appartenance sectorielle.

Contrôle du capital

La structure de la propriété du capital des groupes comme frein de la participation des investisseurs institutionnels étrangers a été retenue en premier lieu, en raison de la nature du capitalisme français caractérisé par un niveau modéré de contrôle externe par les marchés financiers. Les entreprises dans lesquelles la part des fonds demeure inférieure à la valeur médiane de l'échantillon, soit 30 % en 1999, sont des firmes dont le capital est contrôlé par un groupe d'actionnaires stables, à l'exception d'Air Liquide ; une telle singularité s'expliquant par le mode de financement utilisé pour l'acquisition de ses nouveaux actifs industriels.

L'origine du contrôle est double : il s'agit soit de l'État (France Télécom et Thalès), soit de groupes familiaux appuyés parfois par des investisseurs industriels nationaux (L'Oréal, LVMH, Pinault-Printemps-La Redoute et Bouygues). Ces groupes ont eu recours à divers moyens pour assurer le contrôle du capital : noyau d'actionnaires stables, pacte d'actionnaires, droits de votes préférentiels ou encore clause statutaire. Toutefois, en sens inverse, la présence d'un groupe de contrôle familial comme dans les cas de Michelin et Lagardère, n'implique pas nécessairement l'exclusion des investisseurs étrangers, la structure de société en commandite par actions permettant le maintien du contrôle.

L'observation la plus significative concerne la progression de la part des fonds étrangers dans un certain nombre d'entreprises - Carrefour, Alcatel, Suez-Lyonnaise des Eaux, Cap Gemini, TotalFina et Rhône-Poulenc - qui se caractérisent toutes par la nécessité d'un recours au financement externe permettant la poursuite d'une vigoureuse stratégie d'implantation internationale durant la période 1997-1999.

L'observation des différentes configurations d'actionnariat montre que l'entrée de nouveaux actionnaires a emprunté trois voies. La première renvoie au désengagement de l'État actionnaire d'entreprises publiques - Usinor, Total, Rhône-Poulenc ou Renault - qui implique un placement des titres auprès des particuliers et des investisseurs institutionnels, dont une partie est d'origine étrangère.

La deuxième relève des augmentations de capital placées partiellement auprès d'investisseurs institutionnels étrangers.

Enfin, une troisième voie résulte du mouvement de concentration industrielle et financière du capitalisme français au cours de la décennie 1990, notamment la fusion entre AXA et UAP en décembre 1996, qui a entraîné le reclassement d'une partie du portefeuille du nouveau pôle auprès d'actionnaires étrangers.

Appartenance sectorielle

Un certain nombre de travaux empiriques ont montré qu'au cours de la décennie 1990, les fonds de placement nord-américains ont manifesté une préférence pour les entreprises des services et des nouvelles technologies, principalement les TIC. Un traitement statistique de même nature que le précédent a fait apparaître une relation significative entre les firmes manufacturières et les fonds étrangers, qui sont donc relativement plus présents dans ces entreprises que dans celles des services et des nouvelles technologies. Cette contre évidence s'explique par la proportion relativement plus élevée de firmes dont le capital était contrôlé par un groupe d'actionnaires dans les entreprises relevant de la catégorie des services et des nouvelles technologies.

Un dernier enseignement en forme de questionnement peut être tiré de ce travail exploratoire. Au cours de la décennie 1990, les investisseurs institutionnels étrangers, pratiquant dans leur grande majorité une gestion indicielle, auraient peut-être pu atteindre des objectifs plus élevés de placement sur la place de Paris s'ils ne s'étaient pas heurtés à la persistance d'un contrôle familial ou public sur le capital de plusieurs groupes.

PERSPECTIVES DE RECHERCHE

Il conviendrait d'abord de renforcer la robustesse des mesures quantitatives par l'enrichissement des observations sur la même population de référence, en particulier par l'allongement de la période couverte et l'élargissement du champ des entreprises prises en compte. Il serait, ensuite, intéressant de mener des travaux d'ordre comparatif en y intégrant des groupes européens. Enfin, il apparaît souhaitable de mieux cerner l'influence des fonds d'investissements étrangers sur les stratégies des entreprises françaises. En définitive, la forte croissance des fusions-acquisitions transfrontalières, vecteur principal des investissements directs à l'étranger, constatée dans la seconde moitié des années 1990 plaide en faveur d'une articulation de la logique financière de rentabilité immédiate avec les stratégies industrielles, beaucoup plus qu'une détermination des secondes par la première.



NOTES

1. M. Delapierre, B. Madeuf, C-A Michalet et C. Milelli (2002), La participation des investisseurs institutionnels étrangers dans les grandes entreprises françaises : quels critères de sélection ? Document de recherche, FORUM Nanterre.

2. M. Delapierre, B. Madeuf, C-A Michalet et C. Milelli (2001), Investisseurs institutionnels étrangers dans les grandes entreprises françaises in « Régimes de gouvernement des entreprises : différences nationales et stratégies d'entreprise » M Aglietta (dir.), Paris : Commissariat Général du Plan.

