

LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ETRANGERS : VERS LA FIN DU CAPITALISME A LA FRANÇAISE ?

DANIEL BAUDRU ET MÈD KECHIDI*

On estime aujourd'hui à 35% les détentions de titres de sociétés françaises cotées par des investisseurs étrangers. Cette présence n'a cessé de croître ces dernières années. En 1987, les investisseurs étrangers détenaient environ 11 % de la capitalisation boursière française et 23 % en 1993. Avec une détention moyenne de plus de 10 %, les fonds de pensions et autres organismes de placements, principalement anglo-saxons, sont devenus des acteurs essentiels des marchés financiers.

Au delà de son importance, on peut s'interroger à différents niveaux sur les impacts de cette présence quant aux comportements stratégiques des entreprises françaises. La présence de ces investisseurs ne conduit-elle pas à faire émerger de nouveaux rapports quant à la définition même des frontières des firmes et des pouvoirs des dirigeants ? Les logiques de fonctionnement des fonds de pensions ne sont-elles pas en voie de reconfigurer complètement les principes d'organisation du capitalisme français ? Ces logiques n'entrent-elles pas en conflit avec celles prévalant jusqu'à présent ? Les développements qui suivent tentent de répondre à ces questions.

93

UN CŒUR FINANCIER DONT LE POUVOIR D'ORGANISATION DECLINE

En France, les traits dominants l'organisation des relations financières interfirmes sont le contrôle interne et le bouclage en capital. C'est un modèle dit de cœur financier. Ses fondements, mis en place en 1986 lors de la sortie de la puissance publique du champ du contrôle des activités

* Maîtres de Conférences à l'Université de Toulouse II.
Chercheurs au LEREP.

économiques, semblent aujourd'hui fragilisés. A l'évidence, ce mode d'organisation n'a pas permis de maintenir ou de cantonner la présence des investisseurs internationaux. Bien au contraire, celle-ci n'a cessé de s'accroître. En 1987, les investisseurs étrangers détenaient environ 11 % de la capitalisation boursière française, 23 % en 1993 et 35 % en 1997.

Le système de cœur financier représente aujourd'hui une organisation qui ne permet pas effectivement d'asseoir le contrôle national des firmes, alors même que telle était son ambition première. Son assise est inférieure à celle du capital étranger et semble n'offrir qu'une faible résistance à la progression des investisseurs internationaux et plus précisément des investisseurs institutionnels type OPCVM.

Tableau n° 1

Exemples de pénétration du capital étranger dans le capital de sociétés françaises participant au système des participations croisées

Entreprises françaises du cœur financier	Détention par l'actionnariat bouclé	Détention par les étrangers	Détention par les OPCVM étrangers
Alcatel	15.9%	40%	19,81%
A.G.F	12.4%	42%	8,61%
AXA UAP	41.1%	37%	7,42%
B.N.P.	12.6%	35%	14,56%
Elf	15.68%	51%	12,11%
Générale des Eaux	20.1%	42%	10,13%
Paribas	32.1%	38%	8,94%
Société Générale	19.35%	45%	11,32%
Suez Lyonnaise	30.7%	39%	8,64%

Sources : CDA Spectrum et LEREP-SISIFE

A la lecture de ce tableau, on s'aperçoit que le capital étranger est largement dominant dans certaines sociétés. Ses détentions sont dans tous les cas supérieures à celles du capital bouclé. La part de capital détenue par les investisseurs institutionnels étrangers représente en moyenne plus de 50 % de la valeur des parts détenues par le système des participations bouclées. Dans certains cas, comme Alcatel et la BNP, les OPCVM étrangers détiennent à eux seuls une fraction de capital qui excède celle que contrôle le groupe d'actionnaires stables domestiques.

Cependant, le faible niveau de l'assise du contrôle actionnarial n'est pas en soit un signe de délitescence de cette forme d'organisation. Celle-ci peut théoriquement survivre si elle ne s'oppose pas aux principes d'organisation des nouveaux investisseurs. Or il semble, et à divers titres, qu'il y ait incompatibilité entre le système des participations croisées et celui des fonds de pension.

Le système des participations croisées avait pour première ambition d'assurer un actionnariat stable aux différentes sociétés afin de faciliter leur développement et leur donner une protection vis à vis de l'influence du capital étranger. Ce système fait de maillage de relations financières avait *a priori* des motivations peu économiques. Il a pour principal défaut d'immobiliser des fonds propres dans des bouclages, de créer un capital fictif, non mobilisable par l'entreprise.

En outre, par nature son essence est nationale. Il ne fournit qu'une base actionnariale locale à des groupes dont les opérations économiques couvrent désormais un champ d'investigation bien plus large. Certes, ce fait n'est pas en soi nouveau. Les groupes industriels et financiers ont toujours eu des champs d'actions débordant du cadre national. Cependant, le champ de référence où s'élaboraient les comportements était de nature nationale. Or pour des raisons multiples, l'intérêt de cette base nationale tend à se réduire. Les bouclages en capital qui éventuellement pérennisaient ce type de relations deviennent dès lors moins essentiels. De plus, la capacité à lever des fonds sur des places étrangères s'est, du fait de la globalisation financière, considérablement accrue. En définitive, le financement par bouclage capitalistique apporte peu de ressources, il en immobilise dans des relations croisées et ne produit pas d'effets bénéfiques sur la situation stratégique des firmes.

Ces évolutions expliquent alors en partie pourquoi un certain nombre de groupes ont préféré mobiliser leurs ressources dans d'autres domaines que les bouclages en capital. Ceci est d'autant plus visible quand ces bouclages ne leurs assuraient plus de base pour un quelconque développement. Ainsi peut-on expliquer la sortie de certains groupes industriels du système de relations mis en place en 1986 et en 1993 (Elf, Total, Alcatel, Rhône Poulenc...). Seuls sont restés les acteurs qui de par la nature de leur activité principale ont une base essentiellement nationale (banques de dépôts, groupes multi services et à un degré moindre les assurances...)

En ce sens, la confrontation des logiques portées par l'organisation en cœur financier et celle des investisseurs institutionnels étrangers est inévitable. L'exigence de valorisation financière des apports que le système des participations croisées n'a pu réaliser se traduit par un débouclage des liens financiers qui n'apportent aucune contribution à la formation du résultat. Les investisseurs internationaux peuvent donc potentiellement exercer leurs pressions afin d'accroître la rentabilité financière des fonds propres, au moins en conduisant les organisateurs des bouclages croisés à sortir de ce système si celui-ci n'apporte aucune valeur supplémentaire.

De fait, le modèle de cœur financier tend donc à voir sa portée réduite aux seules relations structurantes de contrôle entraînant un surcroît de

valeur économique (contrôle de la CGE sur Havas et *in fine* sur Canal+). Les relations qui n'entraînent aucune croissance de la valeur risquent donc d'être liquidées. L'intérêt manifesté par les investisseurs internationaux pour le marché français peut d'ailleurs trouver dans cette évolution un facteur de croissance supplémentaire, puisque des marges pourront être reprises lors du processus de débouclage.

Les effets de l'entrée des investisseurs internationaux ne se limitent pas aux seuls aspects de l'organisation des macro-circuits de financement. Ils concernent aussi les impacts qu'une telle mutation peut avoir sur les comportements des firmes.

DES INFLEXIONS NOTABLES

DANS LES MODES DE MANAGEMENT DES ENTREPRISES

Les investisseurs institutionnels, quelle que soit leur nature (fonds de pensions publics, privés, gestionnaires pour tiers...) présentent un certain nombre de traits fondamentaux similaires qui se traduisent par une exigence précise, celle de favoriser la *shareholder value* potentiellement transférable aux actionnaires. Plus généralement, toutes les demandes portent globalement sur le respect de principes de *corporate governance*.

La transparence des résultats de l'action entreprise est la première des exigences formulées par les investisseurs internationaux. Toutefois, sous ce terme général peuvent apparaître des obligations fort divergentes. Le première demande, que l'on retrouve légitimement chez tous les investisseurs internationaux, est celle de la présentation de comptes qui permettent d'analyser réellement la performance économique et financière de la firme et ce au travers des différentes branches qui composent son activité. La base minimale étant de faire émerger le résultat opérationnel par activité afin de pouvoir établir des comparaisons sur une base uniforme.

Cette politique rompt avec la tradition de présentation des comptes telle qu'elle est pratiquée en France où l'information pertinente est relativement absente. Sur ce point, les analystes et les gestionnaires des investisseurs internationaux axent leur demande non pas uniquement sur les documents publiés par les organisations, mais surtout sur des voies plus spécifiques de collecte de l'information (rencontres *one to one*, rencontres actionnariales, rapports bimestriels...).

L'implication des dirigeants est le second aspect des principes de gouvernement sur lequel l'ensemble des investisseurs ont des pratiques et des exigences similaires. Il s'agit, à travers des outils de rémunération liés à la performance réalisée par les firmes, d'inciter les managers à rechercher avant toute autre considération la valorisation financière de la société. Le mécanisme de rémunération par stock option - système qui

dans cette logique permet de concilier les intérêts des équipes dirigeantes et ceux des actionnaires - apparaît ainsi comme un des vecteurs que ces investisseurs souhaitent voir mis en application.

En corollaire, la réduction du nombre de mandats d'administrateurs (afin de limiter les effets de collusion), le contrôle accru des dirigeants par le Conseil d'Administration ainsi que tout autre dispositif qui accroît la prise en compte des intérêts des actionnaires sont parmi les demandes les plus souvent mises en exergue.

Enfin l'ultime point est celui d'une demande d'un dialogue entre les représentants des fonds et les dirigeants. Cette communication et ce dialogue passe par plusieurs canaux, dont on peut montrer qu'ils correspondent à une forme de gradation des échanges, sans nul doute liée à l'importance de la prise de participation réalisée par l'investisseur dans l'entreprise.

En premier lieu, il convient de citer les réunions et les contacts réguliers conduits entre les entreprises et les analystes délégués par les différents fonds et autres investisseurs institutionnels. Cette forme de dialogue, relativement institutionnalisée, est une voie de diffusion d'informations de gestion et/ou stratégique qui s'applique indifféremment aux différents types d'investisseurs. L'organisation de rencontres ou de forums par les entreprises, même si la forme est différente du cas précédent, semble aussi relever de la même nature : répondre à des besoins d'informations somme toute parfaitement légitimes.

Il en va différemment, nous semble-t-il, du *one to one*. Dans ce cas il s'agit de véritables réunions de travail et où les gestionnaires des fonds visitent les entreprises et rencontrent personnellement les dirigeants. Fidelity, premier gestionnaire pour tiers au plan mondial, annonce par exemple avoir réalisé 24 500 visites d'entreprises aux USA et 6 500 en Europe. Ce type de réunion - qui va au delà d'une évaluation classique et de recherche d'informations publiques - reflète l'intérêt soutenu des gestionnaires de fonds vis à vis des directions d'entreprises. Il semble bien que les investisseurs ont, au moins à ce titre, une volonté de présence et de connaissance de l'entreprise qui se projette au-delà de ce que peut exiger la mise en place d'une politique purement indicielle de gestion des actifs. Cette volonté est donc le premier signe d'une différence entre les investisseurs qui poursuivent des politiques relativement ciblées sur certaines firmes de ceux qui, comme certains fonds de pensions publics, gèrent en direct leurs participations et sont peut être moins intéressés par de telles pratiques au vu de la nécessaire liquidité de leur position.

L'autre point à observer avant de voir les impacts de ces politiques sur le comportement d'entreprise consiste à étudier l'objectif de valorisation financière. Une caractéristique importante relie ces acteurs : toutes ces

institutions ont pour vocation de gérer pour le compte de tiers, et dans le cadre d'une relation contractuelle, des fonds généralement placés à long terme. Le choix de leur stratégie de placement est fondé sur un ensemble d'analyses multi-critères. Selon une enquête de la SBF de 1996, les critères qui président à l'investissement sont, dans l'ordre décroissant, la valeur intrinsèque attachée à l'entreprise, le risque lié au pays et enfin le risque sectoriel. Ces critères, classiques en matière de gestion financière, sont ceux de tout investisseur. Cependant, appliqués aux sociétés composant le CAC 40, ils n'apparaissent pas complètement explicatifs des comportements de placements des fonds de pensions et autres gestionnaires pour tiers¹. L'observation des structures actionnariales des sociétés composant le CAC montre l'existence d'une différence certaine entre les politiques de placement mises en œuvre par des fonds de pension tels que Calpers et les politiques bien plus ciblées initiées par des acteurs comme Fidelity, Templeton, Capital Reaserch, la Chase Manhattan et à un degré moindre par JP. Morgan. Il semble donc que les méthodes employées par les divers types d'investisseurs institutionnels divergent largement selon la nature des fonds de pension.

*LES FONDS DE PENSIONS :
UNE POLITIQUE DE PLACEMENT GUIDÉE
PAR DES PRINCIPES STRUCTURELS*

Une première distinction institutionnelle doit être réalisée. Elle consiste à segmenter l'industrie des fonds de pension en deux institutions particulières. Les fonds de pension proprement dit qui collectent et mutualisent l'épargne et, d'autre part, les gestionnaires qui placent les liquidités sur le marché (les *money managers*). Ces derniers d'après les données fournies dans l'Institutionnal Investor Report gèrent 56% des sommes collectées par les fonds de pension. A ces sommes viennent s'ajouter celles qui sont directement gérées par ces investisseurs spécialisées qu'ils soient des mutuals funds ou des filiales spécialisées des grandes banques d'affaires américaines.

La seconde distinction est relative au statut juridique des fonds de pensions aux Etats-Unis. Il existe deux types de fonds de pensions : les fonds DC (Defined Contribution) et les fonds DB (Defined Benefit).

Dans les fonds DB qu'ils soient publics ou privés, l'abondement au fonds est essentiellement le fait de l'employeur. En outre, le *trustee* du fonds s'engage, en fonction des montants effectivement placés, à verser aux salariés un niveau de rente prédéfini correspondant à un pourcentage du salaire. Le risque financier est donc entièrement assumé par le *trustee* (couvert par l'entreprise). Ce risque doit donc couvrir une

obligation de résultat. Il en découle des mécanismes de financement qui donnent le primat, sur le long terme, à des politiques de placement prudentielles. Le placement de ce type de fonds est par nature assez marqué par sa composante obligataire. Il l'est aussi par une politique de placement en actions visant à minimiser, au travers des techniques de gestion de portefeuille, le risque spécifique à chaque titre ou à chaque marché sur lequel le fonds intervient.

Il est dès lors logique que ces acteurs, dont le fonds Calpers est l'un des représentant les plus typiques, aient développé des principes de *corporate governance* applicables à l'ensemble des sociétés cotées et cherchent ainsi à accroître la rentabilité des marchés actions (national puis internationaux). Leur préoccupation n'est alors là que le reflet des contraintes auxquelles ils sont tenus (provisionnement à 100% des sommes). Même en cas de délégation de gestion à des gestionnaires pour tiers (dont J.P. Morgan est le plus représentatif), les plans d'investissement qui servent à guider les politiques des gestionnaires pour tiers sont extrêmement précis et privilégient l'aspect prudentiel. L'accent est mis sur la capacité à améliorer les performances financières des marchés et non sur la liquidité requise des placements. C'est ce comportement qui nous semble-t-il explique pourquoi les gestionnaires pour tiers ne développent pas de politique de prises de participations importantes. Celles-ci pourraient les conduire à assumer un risque important eu égard aux contraintes auxquelles ont à satisfaire les fonds de type DB.

99

Un dernier point doit aussi être évoqué. Les fonds DB sont historiquement les premiers types de fonds créés. La période de montée en charge de ces fonds est donc dans la majorité des cas achevée. Ils doivent désormais assumer le versement de pensions, situation qui incite à une prudence certaine dans la politique de placement. De ce fait, l'observation des politiques de placement de ces fonds et des gestionnaires pour tiers qui y sont associés montre une politique en tout point conforme aux principes de diversification. Elle permet aussi de mettre en exergue, le fait que si ces acteurs, auteurs des chartes de *corporate governance*, jouent un rôle éminent dans l'évolution des techniques de gouvernement d'entreprise, il est tout aussi vrai qu'ils ne se manifestent pas par des politiques agressives de prises de participations. Leur action pourrait donc être plus caractérisée par des pratiques de type « *voice or exit* » que par des actions fortes sur les directions des firmes afin d'obtenir des modifications de comportement se traduisant soit par des scissions, soit par des techniques de *relution* (même s'ils en bénéficient).

Les gestionnaires de fonds de type DC ne sont pas dans la même situation. Dans ce type de fonds le risque est renvoyé aux salariés et le trust n'assure qu'une fonction de sélection des gestionnaires pour tiers.

Ce sont ces derniers qui proposent leurs services aux salariés pour leur placements sur des plans individualisés. Comme ces régimes sont en outre à cotisations définies, il n'existe aucune obligation de résultat, mais plus simplement une obligation de moyen pour le trust, celle de sélectionner les meilleurs gestionnaires. Cette sélection sera donc effectuée en fonction des performances réalisées par ces différents gestionnaires pour tiers. Comme cette industrie est très émiettée, la concurrence entre institutions financières est donc particulièrement féroce. Elle se traduit par la recherche de rendements financiers les plus élevés possibles.

Cette donnée structurelle du fonctionnement du marché de la délégation de gestion des fonds DC est une marque essentielle de leurs comportements. Elle les conduit à mettre en oeuvre des politiques caractérisées par l'obtention de couples rentabilité-risque plus élevés. Les dégagements de performances financières de la part des sociétés dans lesquelles ils interviennent sont donc une nécessité dictée par les conditions même de leur propre activité. De ce fait, leur politique de placement est plus agressive. Elle consiste en une démarche plus ciblée, cherchant à « surperformer » l'indice. Cette politique se traduit donc par prises de participation plus importantes (de l'ordre de 5 à 10%). L'accompagnement durant une période de quatre ou cinq ans du développement de la firme permet alors de dégager de substantiels rendements financiers. Ainsi peuvent s'expliquer les entrées massives de Capital Reaserch dans le capital de Renault, de Fidelity chez Alcatel, etc...

100

Notons bien toutefois que ses prises de participations ne se traduisent pas par une illiquidité des placements. Un OPCVM appartenant à un mutual fund ou à tout autre investisseur institutionnel ne prend jamais seul plus de 2% du capital d'une société. C'est simplement l'agrégation de différents OPCVM relevant de la même institution qui permet d'obtenir ces positions importantes. Sur ce dernier aspect, l'exemple de Fidelity qui détient 10,04% des titres d'Alcatel Alsthom est significatif. Quand on considère la détention agrégée de Fidelity on peut penser que c'est une participation peu liquide. Or ce fond intervient à travers au moins 28 fonds dont les détentions sont pour certaines faibles (0,01%). A l'exception du principal fond, les autres fonds ont tous des participations inférieures à 0,5% avec une détention moyenne de 0,122%. Ainsi donc une partie des titres détenus par Fidelity est parfaitement liquide. Ce constat se confirme quand on observe les mouvements d'achats et de ventes durant l'année 1997. Pour cette année, des fonds Fidelity ont soldé, probablement pour des impératifs de gestion, leurs participations pour un montant de 36 922 actions. Au regard de l'ensemble de la capitalisation d'Alcatel

ce montant est certes modeste mais il est significatif des possibilités de retrait qu'offre une participation très largement éclatée entre divers fonds ayant tous le même donneur d'ordre. Cet exemple montre que la ventilation assurée dans les différents portefeuilles rend plus que partiellement un certain niveau de liquidité à l'investisseur qui dispose ainsi d'une outil d'influence sur le comportement des firmes cibles non négligeable

L'entrée massive, selon cette technique, dans le capital de ces sociétés leur permet d'exiger des taux de rendements élevés et les autorise à renverser la relation d'agence qui relie actionnaires et dirigeants au bénéfice des premiers qu'ils représentent. La mise en place de techniques visant à accroître la profitabilité des firmes est ainsi accrue, de même que l'emploi de toutes les techniques qui permettent de faire transiter la valeur vers les actionnaires.

Il s'ensuit que ces investisseurs institutionnels ont une politique différente de celle des fonds qui gèrent directement leurs actifs. S'ils respectent globalement les principes de diversification de portefeuille, ils mènent une politique financière marquée par la recherche d'un couple rentabilité-risque plus élevé, afin de satisfaire aux critères de sélection de leurs mandants. Et s'ils ne participent pas directement à l'édition de chartes de *corporate governance*, ils bénéficient néanmoins des éventuels effets de ces principes lorsque ceux-ci permettent d'accroître la valeur mise à la disposition des actionnaires. Toutefois, il semble que leur préférence aille vers le sens de la mise en œuvre de politiques autrement plus directe, au rang desquelles on retrouve la relation (rachat des titres par la société pour augmenter le bénéfice par action) et le redécoupage du périmètre d'action des firmes.

Dans le droit américain, et en vertu même de leur mécanisme de structuration, seuls les fonds de pension de type DB (Defined Benefit) peuvent directement intervenir sur le marché pour gérer les liquidités. Les fonds dits à Contribution Définies (DC), dans lesquels les comptes des salariés qui cotisent sont individualisés, sont donc par définition directement placés par les salariés dans le cadre d'OPCVM proposés par les investisseurs institutionnels sélectionnés par le trustee (gérant du fonds).

Or, il apparaît tout à fait intéressant de noter que les fonds de type DC ont connu depuis l'amendement fiscal 401k une montée en puissance importante. En 1985, ils représentaient 34% des sommes collectées par l'ensemble des fonds de pension, alors qu'en 1995 ils en représentent 47,6%. Or toutes les sommes collectées sous cette forme sont par nature gérées en externe par des gestionnaires pour tiers. Cette montée en puissance des fonds de type DC s'est donc traduite par une croissance de

la part des fonds gérés en externe et a introduit dans le système de profonds bouleversements par rapport aux situations précédentes.

Les éléments qui viennent d'être développés montrent que les comportements stratégiques des fonds de pension sont déterminés, au delà des critères classiques de la gestion financière, par la nature même de ces investisseurs. Résumée, elle conduirait à définir deux grand type de politiques :

- une politique indicielle pour les fonds gérés en direct ;
- une politique active (ou stratégique) pour les gestionnaires pour tiers, avec une gradation selon la nature des fonds qu'ils gèrent.

Tableau n°2
Types de politiques mises en oeuvre
selon une distinction fondée sur la nature des fonds.

Type de fonds	Fond DB		Fonds DC
Forme de gestion des actifs	Interne	Déléguée	Déléguée
Principes d'action	Chartes de corporate governance	Pas de principes généraux	Pas de principes généraux
Objectif	Accroître la valeur du marché	Défini par le fonds, Panachée	Surperformer l'indice de marché
Technique de placement	Gestion indicielle pure	Gestion indicielle combinée	Gestion active prise de participation
Investisseur représentatif	Calpers	J. P. Morgan	Fidelity

102

Ce tableau permet de mieux apprécier et comprendre les différences que l'on peut observer dans les pratiques de placement des différents types d'investisseurs institutionnels, en fonction des contraintes qu'ils ont eux-mêmes à gérer. Il s'avère évidemment que c'est le secteur soumis à la plus forte pression concurrentielle, la gestion déléguée des fonds DC, qui a le comportement le plus agressif sur les marchés financiers. Ce constat, observable en France, l'est aussi aux USA et transparait aussi en Grande Bretagne où les fonds de type DC, plus récemment créés, se sont développés sur des modèles de prise de participation similaires à ceux des gestionnaires pour tiers DC américains.

Ces pratiques d'intervention massive dans le capital des sociétés, Fidelity est le premier actionnaire d'Alcatel avec plus de 10%, offrent à ces acteurs d'indiscutables moyens d'influence sur le comportement stratégique des groupes. En particulier par la mise en oeuvre de techniques de gestion tels que le rachat d'actions (*relution*) ou la scission

d'entreprises adossées à des techniques financières renouvelées permettant d'approximer la valeur dégagée par l'entreprise.

Les techniques financières associées à celle de la *relution* permettent de transférer vers les actionnaires le *cash flow* libre des activités excédentaires. Les investisseurs institutionnels peuvent alors utiliser le cash ainsi délivré pour financer en fonds propres les activités à rentabilité potentielle forte, cotées dans des structures juridiques distinctes. L'allocation des ressources générées par l'activité de l'entreprise échappe donc aux équipes dirigeantes pour transiter par des mécanismes de marché, dont les arbitres sont les investisseurs institutionnels. La direction d'un groupe est donc au moins partiellement dépossédée de son pouvoir d'affectation des liquidités qui au lieu de passer par la voie hiérarchique (celle de la direction) transite par des mécanismes d'allocation de marché.

Sur un plan plus global, cette politique se traduit, comme le note un rapport de la COB du 30 Octobre 1997 par une tendance à la focalisation des entreprises sur un segment d'activité précis (pratique du recentrage stratégique) et également par une tendance à la concentration forte dans le secteur activité considéré (sous l'impact théorique de la mondialisation des marchés). Il nous semble alors que si ces conclusions sont acceptables, la raison principale de ces mutations provient de l'émergence de ces investisseurs institutionnels et des modèles de gestion qu'ils vectorisent. Ceux-ci sont nécessairement des modèles de marché dont deux principales conséquences peuvent être ainsi présentées :

- une capacité à obtenir un rendement financier élevé (du fait de la concentration de l'actionnariat qu'ils réalisent et qui leur permet d'impulser des techniques financières renouvelées).

- un transfert des risques économiques vers les entreprises ce qui incite ces dernières à accroître leurs performances économiques et financières.

D'où il découle logiquement une tendance à la spécialisation accrue et à la concentration des entreprises sur un segment d'activité précis. Les économies d'échelle et d'apprentissage donnant un avantage économique certain au leader sur le marché vis à vis de ces principaux concurrents.

Le modèle d'organisation vectorisé par les fonds de pensions est aux antipodes du modèle de cœur financier qui repose sur l'existence de participations croisées dont le fondement n'est pas la recherche d'une rentabilité financière. Plus fondamentalement, le modèle de cœur financier, par la protection des équipes dirigeantes qu'il assure, tend à dissocier propriété et contrôle de l'entreprise en renforçant le pouvoir

managérial au détriment de celui des actionnaires. Or les bases même du modèle de gestion mis en oeuvre par les investisseurs institutionnels est à l'opposé de ce mécanisme. Il semble que la confrontation qui semble engagée se déroule aujourd'hui en faveur du modèle porté par l'institutionnalisation du capitalisme.

Une autre incidence doit être aussi présentée. Si l'évolution des structures industrielles et des comportements des entreprises tend aujourd'hui vers le modèle de marché avec ses conséquences (accroissement de la rentabilité financière, segmentation et spécialisation des organisations productives, coordination économique globale transitant par des modèles de marché sous le contrôle des investisseurs institutionnels), il s'oppose aussi à celui qui régit le fonctionnement des entreprises de services publics, fondé sur l'existence de péréquations internes et sur des objectifs d'intérêt général qui transcendent ceux d'un actionnaire privé institutionnel.

Les logiques éminemment opposées du modèle du capitalisme institutionnel et ce modèle d'organisation d'activités de services publics est d'ailleurs au cœur des évolutions et des mutations que pourraient connaître le capitalisme français. L'affrontement des logiques publiques et financières vectorisées par les fonds de pension paraît difficile à éviter.

REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- ARTUS P. (1995) « Retraites et croissance de l'économie : une mise en perspective », in *Les retraites : genèse, acteurs, enjeux*, B. Cochemé et Fl. Legros, éd., Armand Colin.
- BLANCHET D ET B. VILLENEUVE (1997) « Que reste-t-il du débat répartition-capitalisation » *Revue d'économie financière* n°40.
- CAUSSAT L., (1992), « Retraite et épargne : historique d'un débat dans la littérature américaine », *Revue d'économie financière*, n° 23.
- CHARPENTIER F., (1996), *Retraite et fonds de pension : l'état de la question en France et à l'étranger*, Economica.
- CHARREAUX G., (1994) « Conseil d'Administration et pouvoirs dans l'entreprise » *Revue d'économie financière* n° 31.
- CHERPITEL D. (1994), « Actionnariat : l'offensive des institutionnels », *Banque* n° 554, décembre.
- CHESNAIS F., (1996), *La mondialisation financière. Genèse, coûts et enjeux*, éd. Syros.
- COMMISSION DES OPÉRATIONS DE BOURSE (1997) « Les critères d'investissement des grands gestionnaires de fonds internationaux dans les entreprises françaises », 30 octobre.
- CONFERENCE BOARD (1997) « Institutional investment report », New York, janvier et avril.
- CORRIAT B., (1996), « Gouvernement d'entreprise : le modèle français dans la tourmente », *Alternatives économiques* n° 133.
- DEMARIGNY F. (1994), « Les investisseurs institutionnels, des actionnaires neutres ? » *Revue d'économie financière, hiver, numéro spécial*.
- DUPUY C. ET MORIN F., (1993), *Le cœur financier européen*, éd. Economica.
- FERONE G. (1997), *Le système de retraite américain : les fonds de pensions*, Ed. Montchrestien
- MORIN F., (1996) « Privatisation et dévolution des pouvoirs », *Revue économique* n° 6.
- MORIN F., (1995), « Le cœur financier français : morphogenèse et mutation », *Marchés et techniques financières*, Vol 72, juillet-Août.

PASTRÉ O., (1994), « Gouvernement d'entreprises : la fin de l' « exception française » ? »
SAINT-GEOURS J., (1994) « Les pouvoirs dans l'entreprise et la régulation des marchés financiers », *Revue d'économie financière* n° 31.

NOTES

1. Même si par exemple on constate que la moyenne des détections dans le secteur pétrolier (21.74 %) est très largement supérieure à celle du secteur de la distribution (5.65 %) ou de l'agroalimentaire (6.9 %). Ces différences semblent plutôt relever des caractéristiques des entreprises.