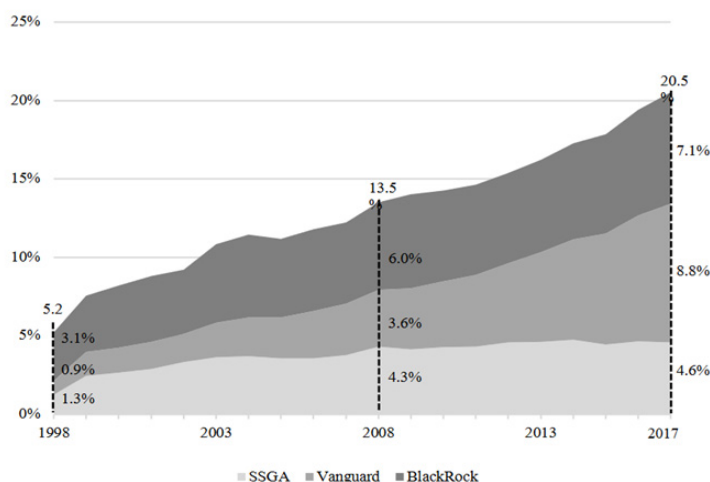


Actionnariat commun et concurrence

Léa DARDELET, Vincent MALARDÉ

- L'actionnariat commun (« *common ownership* ») s'est rapidement développé ces dernières années. Il se définit par la détention, par un même investisseur, de participations minoritaires au capital social de plusieurs entreprises actives, et pouvant être concurrentes, sur un marché.
- L'actionnariat commun est principalement le fait d'investisseurs institutionnels (banques, compagnies d'assurance, mais également les organismes de placement collectifs comme les fonds d'investissement et fonds de pension), qui détiennent des actifs pour le compte de leurs clients et collectent leurs droits de vote.
- Ces deux dernières décennies, l'actionnariat institutionnel s'est renforcé à l'échelle internationale, permettant de réduire les coûts de collecte et d'analyse des informations pour les investisseurs et *in fine* les coûts de financement pour les entreprises.
- Le développement de l'actionnariat institutionnel a entraîné une hausse du degré d'actionnariat commun dans les entreprises cotées. Aux États-Unis, la part des trois plus gros investisseurs institutionnels dans les entreprises du S&P 500, est passée de 5 % en 1998 à environ 20 % en 2017 (cf. Graphique ci-dessous). Le développement des fonds indiciels a fait passer la part des entreprises américaines cotées détenues par des investisseurs institutionnels possédant au moins 5 % du capital d'autres entreprises du même secteur de moins de 10 % en 1980 à environ 60 % en 2014. Au niveau européen, en 2016, l'actionnariat commun avec une participation d'au moins 5 % concernait 67 % des entreprises cotées.
- L'actionnariat commun pourrait réduire la concurrence dans certains secteurs concentrés (e.g. secteur du transport aérien, secteur pharmaceutique). Cependant, aucun consensus ne se dégage sur l'effet global de l'actionnariat commun sur l'économie.

Proportion d'actions de sociétés du S&P500 détenues par les trois principaux gestionnaires d'actifs aux États-Unis



Source : Bebchuk L. A. et S. Hirst (2019), "The specter of the giant three" NBER Working Paper No. w25914, National Bureau of Economic Research.

1. Le développement de l'actionnariat commun aux États-Unis et en Europe

L'actionnariat commun se définit par la détention simultanée par un même investisseur de participations minoritaires¹ au capital social d'entreprises actives, et pouvant être concurrentes, sur un même marché².

Le développement de l'actionnariat commun s'explique notamment par la part croissante du capital des entreprises détenues par des investisseurs institutionnels³. Dans leurs choix de prise de participation, les investisseurs institutionnels privilégient les entreprises cotées en bourse, plus liquides et pour lesquelles l'évaluation des titres est plus aisée. La présence d'investisseurs institutionnels au capital d'un grand nombre d'entreprises cotées sur les principaux indices boursiers résulte par exemple de l'essor de la gestion passive, c'est-à-dire de stratégies d'investissement, pratiquées par les fonds indiciels⁴ qui consistent à construire un portefeuille qui réplique mécaniquement la composition d'un indice boursier, ce qui réduit fortement les frais de gestion facturés aux clients (0,75 % contre 2 % en moyenne sur une base annuelle⁵). Ces pratiques d'investissement, qui n'impliquent pas de sélection active des entreprises, expliquent la présence d'un même fonds indiciel au capital d'entreprises potentiellement concurrentes.

Le développement de l'actionnariat institutionnel ces dernières années, accompagnant la mondialisation des

marchés financiers⁶ a entraîné une hausse du degré d'actionnariat commun dans les entreprises cotées. Aux États-Unis, la part des entreprises cotées détenues par des gestionnaires d'actifs possédant au moins 5 % du capital d'autres entreprises du même secteur est passée de moins de 10 % en 1980 à environ 60 % en 2014⁷. Bebchuk et Hirst (2019)⁸ montrent que les trois plus gros gestionnaires d'actifs (BlackRock, Vanguard et State Street) contrôlaient à eux trois en 2017 environ 20 % des actions (contre 5 % en 1998) et 25 % des droits de vote des entreprises du S&P 500. Au niveau européen, en 2016, l'actionnariat commun avec une participation d'au moins 5 % concernait 67 % des entreprises cotées⁹. La part de la capitalisation boursière des entreprises détenue collectivement par BlackRock, Vanguard et State Street est passée de 4 % en 2007 à 12 % en 2016 dans le secteur pétrole et gaz ; de 2 % à 8 % dans le secteur de l'électricité ; et de 1 % à 6 % dans les télécommunications¹⁰. L'usage de ces mesures au niveau d'un secteur d'activité est toutefois complexe car la mesure de la concentration est pertinente pour des entreprises réellement concurrentes. La classification statistique d'un secteur d'activité ne correspond pas nécessairement à la notion de marché pertinent utilisée pour déterminer des entreprises concurrentes.

-
- (1) Participation représentant moins de 50 % des droits de vote attachés au capital de l'entreprise cible.
 - (2) L'actionnariat commun doit être distingué des participations croisées, qui correspondent aux situations dans lesquelles une entreprise détient une participation minoritaire directe dans le capital d'une autre entreprise, pouvant être concurrente, laquelle détient elle aussi une participation minoritaire dans le capital de la première.
 - (3) Les investisseurs institutionnels sont les organismes collecteurs de l'épargne qui placent leurs fonds sur les marchés pour leur compte propre ou celui de leurs clients ; dans cette note ce terme recouvre également les organismes de placement collectifs (fonds indiciels, etc.).
 - (4) Les fonds indiciels sont également appelés tracker ou *Exchange Traded Funds* (ETF).
 - (5) Services centraux et régionaux de la DG Trésor (2021), « Le capitalisme avant la crise du Covid », *Document de travail* n° 2021/4 de la DG Trésor.
 - (6) [OECD iLibrary | Statistiques de l'OCDE sur les investisseurs institutionnels 2020 \(oecd-ilibrary.org\)](#) ; *Document de travail* n° 2021/4 de la DG Trésor « Le capitalisme avant la crise du Covid ».
 - (7) He J. et J. Huang (2017), "Product Market Competition in a World of Cross-Ownership: Evidence from Institutional Blockholdings", *Review of Financial Studies*, vol. 30, n° 8, pp. 2674-2718. Dans cette étude un secteur d'activité est défini au niveau "four-digit Standard Industrial Classification", classification à quatre chiffres identifiant la principale branche d'activité d'un établissement.
 - (8) Bebchuk L. A. et S. Hirst (2019), "The specter of the giant three", *NBER Working Paper* No. w25914, National Bureau of Economic Research.
 - (9) Rapport du Joint Research Centre, Commission européenne, (2020), Common Shareholding in Europe. L'analyse est menée sur une base de données comprenant toutes les entreprises cotées en bourse actives dans l'Union européenne sur la période 2007-2016. Un secteur d'activité est identifié par la NACE (Nomenclature générale des Activités économiques dans les Communautés Européennes), cette nomenclature sectorielle peut ne pas correspondre à la notion de marché pertinent.
 - (10) Posner *et al.*, (2017), Rapport du *Joint Research Centre*, Commission européenne, (2020), Common Shareholding in Europe.

2. Les effets de l'actionnariat commun sur le degré de concurrence d'un marché

Les situations d'actionnariat commun peuvent dans certains cas être une source d'avantages et gains d'efficacité dans la gestion des entreprises. Un investisseur institutionnel peut faciliter des collaborations fructueuses¹¹ susceptibles de générer des gains d'efficacité (He et Huang, 2017). Un tel investisseur peut également acquérir des connaissances propres à un secteur, améliorant son expertise en matière de gouvernance des entreprises de son portefeuille (OCDE, 2011¹²).

Cependant, la recherche plus récente souligne les risques de l'actionnariat commun pour la concurrence. Les investisseurs en situation d'actionnariat commun pourraient être incités à atténuer la concurrence entre les entreprises dont ils sont actionnaires pour maximiser la valeur de leur portefeuille global. L'actionnariat commun peut être un facteur favorable à la stabilité d'une entente¹³.

Afin de prendre en compte l'actionnariat commun dans la mesure de la concentration d'un secteur, l'outil le plus populaire utilisé dans la littérature académique (O'Brien et Salop, 2000¹⁴) est l'indice modifié de Herfindahl-Hirschman (IMHH). L'IMHH décompose la concentration totale du marché en deux parties : la concentration sectorielle standard, mesurée par l'indice d'Herfindahl-Hirschman, qui reflète le nombre et la dimension relative des concurrents ; et la concentration corrigée de l'actionnariat commun, qui tient compte de la façon dont les concurrents sont liés par un actionnariat commun (appelée « delta IMHH »).

Le lien entre l'actionnariat commun et le degré de concurrence a été étudié au sein de différents secteurs, aux États-Unis. Dans le secteur bancaire, il semble exister une corrélation positive entre les tarifs pratiqués par les banques et le degré de concentration du secteur lorsque celui-ci est mesuré par l'IMHH¹⁵. Dans

le secteur des semences, l'actionnariat commun expliquerait entre 6 % et 15 % de la hausse des prix des semences de soja, de maïs et de coton sur la période 1997-2017, et ce même en séparant les effets de la concentration du marché de ceux de l'actionnariat commun¹⁶. Azar et coauteurs (2018)¹⁷ montrent que sur la période 2001-2014, alors que l'IHH du secteur du transport aérien aux États-Unis est resté stable, et ce malgré des opérations de concentrations, le delta IMHH a doublé entre 2009 et 2014, suite à une concentration entre deux gestionnaires d'actifs présents au capital des entreprises du secteur. Du fait de l'actionnariat commun, les entreprises en concurrence sur une ligne donnée augmenteraient leur prix d'en moyenne 3 à 7 % par rapport à un contrefactuel dans lequel les entreprises seraient détenues séparément. Dans le secteur pharmaceutique, la probabilité de mise sur le marché d'un médicament générique serait réduite en présence d'actionnariat commun entre l'entreprise développant le générique et celle détenant le brevet concurrent¹⁸.

L'analyse économique sur les conséquences de l'actionnariat commun pour la concurrence est encore récente, peu conclusive et critiquée, en particulier en raison des difficultés à établir un lien de causalité entre la présence d'un actionnariat commun sur un marché et son degré de concurrence. Ces analyses portent rarement sur des données européennes, l'étude du *Joint Research Centre* constituant une exception notable. Cette analyse, qui porte sur le secteur des fabricants de boissons actifs dans l'Union européenne entre 2007 et 2016, fait ressortir une corrélation positive entre l'actionnariat commun et le pouvoir de marché des entreprises, malgré des limites notables (petite taille de l'échantillon, courte période d'observation).

(11) Par exemple des négociations conjointes avec les fournisseurs afin de réduire les coûts, des coordinations en matière de recherche et développement ou encore des partages de connaissances techniques.

(12) OECD (2011), "The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance", Corporate Governance, OECD Publishing.

(13) Rock E.B. et D. Rubinfeld (2017), "Antitrust for Institutional Investors", *Law & Economics Research Paper Series, Working Paper No. 18-40*.

(14) O'Brien, D. P., & Salop, S. C. (2000), "Private politics, corporate social responsibility, and integrated strategy competitive effects of partial ownership: Financial interest and corporate control", *Antitrust Law Journal*, 67, 559-614.

(15) Azar J., Raina S. et M. Schmalz (2021), "Ultimate ownership and bank competition", *Financial management*.

(16) Torshizi M. et J. Clapp (2020), "Price Effects of Common Ownership in the Seed Sector", *Antitrust Bulletin*, 66, 1.

(17) Azar J., Schmalz M. C. et I. Tecu (2018), "Anticompetitive effects of common ownership", *Journal of Finance*, vol. 73, issue 4, 1513-1565.

(18) Newham M., Seldeslachts J. et A. Banal-Estanol (2018), "Common Ownership and Market Entry: Evidence from the Pharmaceutical Industry", *Discussion Paper of DIW Berlin 1738*, German Institute for Economic Research.

3. Le traitement des situations d'actionnariat commun par le droit de la concurrence

Les effets économiques de l'actionnariat commun sont ambigus, entre gains d'efficacité dans la gestion financière et pertes potentielles par affaiblissement de la concurrence¹⁹. Les autorités de concurrence ne peuvent que rarement contrôler directement des prises de participation minoritaires, ce qui peut en partie expliquer l'état encore embryonnaire des analyses des effets de l'actionnariat commun sur la concurrence. Certaines juridictions européennes permettent cependant, dans certains cas, un contrôle des prises de participation non contrôlantes (e.g. Allemagne et Autriche)²⁰.

Pour autant, la question de la prise en compte par le droit de la concurrence des situations d'actionnariat commun se pose de plus en plus au niveau européen. En 2017, dans le cas Dow/DuPont²¹, la Commission européenne a considéré que la présence de

participations communes importantes augmentait le risque que l'opération produise des effets anti-concurrentiels. L'année suivante, dans le cadre du rachat de Monsanto par Bayer, la Commission a considéré que l'actionnariat institutionnel commun constituait un élément d'appréciation essentiel car il pourrait conduire, sur le marché de l'industrie biotechnologique et agrochimique, à sous-estimer le pouvoir de marché des parties. Différentes études européennes ont été publiées sur le sujet, afin de nourrir le débat²².

Dans ce contexte, le recours plus systématique à des indicateurs prenant en compte l'actionnariat commun dans la mesure de la concentration d'un secteur, par les autorités de concurrence, pourrait permettre d'améliorer la connaissance de ces situations et leurs impacts sur le marché.

(19) Ces questions ont fait l'objet d'un séminaire à la DG Trésor le 25 juin 2021 (Séminaire Nasse), dont l'enregistrement est disponible en ligne : <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Evenements/2021/06/25/actionnariat-commun-et-concurrence>

(20) En Allemagne, la réunion de deux critères (au moins 25 % et une « influence concurrentielle significative ») permet un contrôle. En Autriche, l'acquisition de 25 % du capital d'une autre entreprise déclenche la compétence de l'autorité de concurrence.

(21) Cette concentration a été approuvée par la Commission européenne en mars 2017 sous condition de remèdes.

(22) Étude « Barriers to Competition through Joint Ownership by Institutional Investors » demandée par le Parlement européen (comité ECON) de mai 2020 ; rapport « Common Shareholding in Europe » du Joint Research Centre, le centre de recherche et d'étude de la Commission, septembre 2020, commandé par la Direction Générale de la Concurrence (DG COMP).

Éditeur :

Ministère de l'Économie,
des Finances
et de la Relance
Direction générale du Trésor
139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :

Agnès Bénassy-Quéré

Rédacteur en chef :

Jean-Luc Schneider
(01 44 87 18 51)
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

Mise en page :

Maryse Dos Santos
ISSN 1777-8050
eISSN 2417-9620

Derniers numéros parus

Mars 2022

N° 304 Le télétravail, un outil efficace face à la crise sanitaire ?

Cyprien Batut

N° 303 Analyse des prêts garantis par l'État à fin 2021

Hind Benitto, Benjamin Hadjibeyli, Matéo Maadini

Février 2022

N° 302 L'emploi des seniors en France

Simon Akriche, Anna Bornstein, Clément Bourdier

N° 301 Les économies émergentes dans des chaînes de valeur mondiales

Célia Colin, Xavier Coeln, Per Yann Le Floc'h, Louis Vedel

<https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/tags/Tresor-Eco>



Direction générale du Trésor



@DGTresor

Pour s'abonner à Trésor-Éco : tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie, des Finances et de la Relance.