

Compte rendu du séminaire Nasse (25 juin 2021) :
« Actionnariat commun et concurrence »

Lors du séminaire Nasse organisé le 25 juin 2021, **Anne Wachsmann** - avocate associée au cabinet Linklaters et **Thomas Philippon** - professeur de finance à Max L. Heine de l'Université de New York, Stern School of Business, ont débattu sur le sujet « actionnariat commun et concurrence ». La séance a été animée par **Stéphane Sorbe** - Sous-directeur des politiques sectorielles de la Direction générale du Trésor.

Les présents propos n'engagent que leurs auteurs et ne sauraient être considérés comme constituant une prise de position officielle de leurs employeurs ou de la DG Trésor.

Présentations des intervenants

Thomas Philippon

D'après les recherches effectuées sur données américaines, la répartition de l'actionnariat institutionnel et individuel a évolué dans le temps. Alors qu'environ 80 % des actions américaines étaient détenues par des actionnaires individuels en 1980, la tendance s'inverse au début des années 2000 avec environ 60 % des actions détenues par des institutionnels.

Jusqu'à très récemment, le point de vue des universitaires sur cette évolution d'actionnariat était positif : baisse des coûts pour les investisseurs et des coûts de financement pour les grandes entreprises et les startups, impact positif sur la gouvernance. A noter que cette hausse de la part des investisseurs institutionnels s'est produite au même moment que la hausse des concentrations des entreprises dans les industries américaines. Les investissements ont également diminué, principalement dans les industries concentrées. Des études montrent une corrélation entre la baisse relative de l'investissement, la hausse relative des rachats d'action et la présence de fonds indiciels dans l'actionnariat des entreprises.

La littérature économique sur les conséquences de l'actionnariat commun pour la concurrence est encore relativement récente et peu conclusive. L'une des principales références est le papier de Azar, Schmalz et Tecu (2018), relatif au secteur du transport aérien aux Etats-Unis, qui montre qu'en présence d'actionnariat commun, les entreprises en concurrence sur une ligne précise vont davantage augmenter leur prix. Ce résultat a fait l'objet de discussions académiques, notamment sur la question de la capacité d'un actionnaire minoritaire à influencer le comportement d'une entreprise. Des recherches plus récentes ont cherché à mettre en évidence les leviers d'influence plausibles des actionnaires minoritaires (« par défaut », par les structures de salaires et bonus, par le vote). Cette littérature concerne principalement les Etats-Unis, mais il est possible que ses conclusions soient au moins en partie transposables à l'Europe, où l'actionnariat institutionnel a également eu tendance à augmenter.

Anne Wachsmann

L'actionnariat commun est un sous ensemble du contrôle des participations minoritaires. En droit des concentrations, le critère déclencheur d'un contrôle de la part des autorités est l'existence d'un changement durable de contrôle. Cela se traduit par l'influence déterminante qu'une entreprise peut exercer sur une autre. Un grand nombre de participations minoritaires ne sont donc pas notifiables auprès des autorités de concurrence. Toutefois, certaines prises de participations minoritaires dites

contrôlantes aboutissent à l'exercice d'une influence déterminante. Par exemple en cas de contrôle exclusif de fait ou plus rarement de contrôle conjoint de fait.

Les participations minoritaires non contrôlantes n'échappent cependant pas à tout type de contrôle et peuvent faire l'objet d'un contrôle indirect par la Commission européenne. Par exemple, à l'occasion de certaines opérations comme lors de l'acquisition de Westinghouse par Toshiba (M.4153 du 19 septembre 2006) ou encore l'acquisition de Telecom Italia par Vivendi (M.8465 du 30 mai 2017). Sans opération principale, la Commission n'aurait pas pu contrôler les prises de participations minoritaires en cause. D'autres juridictions européennes permettent en revanche la notification de prise de participation non contrôlante (Allemagne, Autriche, etc.).

D'un point de vue procédural, en 2001, un livre vert sur la révision du Règlement concentrations de 1989 considérait qu'un contrôle *ex ante* de toutes les prises de participations minoritaires serait disproportionné et que la détermination de seuils de contrôle des participations minoritaires serait complexe. En 2011, le Commissaire à la concurrence, J. Almunia relançait le débat en mentionnant que l'absence de contrôle des participations minoritaires au sein de l'Union européenne était un *enforcement gap*. Des propositions ont ensuite été faites dans un livre blanc, en 2014 (système d'information obligatoire, seuils, etc.).

Plus récemment, la Commission a fait référence à l'actionnariat commun et en a analysé les conséquences dans deux affaires relatives au secteur de l'agrochimie : la fusion de Dow et DuPont en mars 2017 et l'acquisition de Monsanto par Bayer en mars 2018. La Commission s'est également exprimée à plusieurs occasions sur le sujet, par exemple, lors du discours du 16 février 2018 (Innsbruck) et du 12 mars 2018 (Bruxelles) ainsi que lors d'une interview publiée dans l'édition d'octobre 2018 du *GCR Quarterly*. A noter également l'existence de récentes études européennes sur le sujet : étude « *Barriers to Competition through Joint Ownership by Institutional Investors* » requise 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 DG COMP.

Interactions avec le public

Thomas Philippon

Les bénéfices d'avoir des grands institutionnels qui investissent dans le marché sont avérés, le coût de l'actionnariat commun en raison d'éventuels effets anticoncurrentiels l'est moins. Le débat relatif à la définition des seuils est un débat global que l'on retrouve notamment dans les questions de concurrence sur l'économie numérique. Face à la difficulté d'établir des seuils, une approche multicritère pourrait être la plus pertinente. Par exemple, prendre en compte l'indice HHI pondéré, au prorata de l'actionnariat commun, en plus de l'indice HHI « classique ».

Un *a priori* général est que l'impact économique entre un fonds indicial et un fonds plus traditionnels est très différent, les premiers auraient un impact moindre. En pratique, les différences ne sont pas évidentes.

D'un point de vue des investisseurs, les gains à l'accès à des fonds indiciaux bons marchés sont massifs. La concentration des gestionnaires d'actifs est liée à leurs rendements d'échelle dans leurs systèmes informatiques. Au niveau européen, il existe un intérêt stratégique à avoir des grands fonds institutionnels, notamment afin de financer des entreprises de façon efficace.

Le fait que des comportements anticoncurrentiels puissent apparaître à des seuils plus faibles qu'attendu justifie une plus grande vigilance ainsi que des actions complémentaires : être très vigilant dans le contrôle des concentrations sur le marché des biens et services ; diversifier et encourager la concurrence sur le marché des gestionnaires d'actif au niveau européen ; mettre en place de façon systématique des indicateurs de prise en compte de l'actionnariat commun afin de mieux comprendre ces situations.

Anne Wachsmann

D'un point de vue juridique, il est nécessaire d'avoir un certain cadre pour pouvoir analyser des situations d'actionnariat commun. Au niveau de l'analyse au fond, il n'est pas évident de faire un bilan sur l'avantage de la présence de ces fonds et les inconvénients pour la concurrence.

Sur le plan juridique, un contrôle *ex post*, sur le fondement des articles 101 et 102 du TFUE est une possibilité (exemples de l'affaire Gillette de novembre 1992 et de l'affaire Philip Morris de mars 1984). Il s'agirait d'un signal de contrôle important de la part de la Commission.

En Allemagne il existe un contrôle pour les prises de participations minoritaires, pour autant le nombre d'opérations contrôlé est resté jusqu'à présent raisonnable.