Organisation de Coopération et de Développement Économiques

DAF/COMP(2017)10

Non classifié **Français - Or. Anglais**

30 novembre 2017

DIRECTION DES AFFAIRES FINANCIÈRES ET DES ENTREPRISES
COMITÉ DE LA CONCURRENCE

L'actionnariat institutionnel commun et son impact sur la concurrence

Note de référence du Secrétariat

5-6 décembre 2017

Le présent document a été préparé par le Secrétariat de l'OCDE en tant que note de référence à l'appui du point 6 de la 128e réunion du Comité de la concurrence qui se tiendra les 5 et 6 décembre 2017.

Les opinions exprimées et les arguments avancés dans le présent document ne reflètent pas nécessairement le point de vue officiel de l'OCDE ou des gouvernements de ses pays membres.

D'autres documents portant sur ce sujet sont disponibles à l'adresse

www.oecd.org/daf/competition/common-ownership-and-its-impact-on-competition.htm

Contact : M. Antonio Capobianco, expert de la concurrence de haut niveau
Courriel : Antonio.Capobianco@oecd.org

JT03423936

Ce document, ainsi que les données et cartes qu'il peut comprendre, sont sans préjudice du statut de tout territoire, de la souveraineté s'exerçant sur ce dernier, du tracé des frontières et limites internationales, et du nom de tout territoire, ville ou région.

L'actionnariat commun et son impact sur la concurrence[*]

Résumé

La détention par les mêmes investisseurs institutionnels d'actions dans des entreprises concurrentes, phénomène appelé « actionnariat commun », est de plus en plus fréquente dans certains marchés. Cela s'explique en partie par l'engouement croissant pour les fonds de placement gérés passivement, qui permettent aux investisseurs de diversifier leurs portefeuilles et par conséquent de réduire leur exposition aux risques liés à une entreprise précise.

De récentes études ont établi un lien entre l'actionnariat commun et des problèmes de concurrence. En particulier, des travaux théoriques ont émis l'hypothèse selon laquelle les investisseurs institutionnels qui détiennent des participations dans différentes entreprises concurrentes pourraient être incités à restreindre la concurrence, soit en facilitant les collusions soit en encourageant la prise de décisions commerciales unilatérales susceptibles de favoriser certaines entreprises de leur portefeuille au détriment d'autres entreprises. Il existe un éventail de moyens qui donnent aux investisseurs institutionnels la capacité d'influencer la conduite des entreprises conformément à ces incitations.

Étant donné qu'il passe notamment par l'acquisition de participations minoritaires, l'actionnariat commun peut toutefois, dans de nombreux cas, ne pas être pris en compte par la législation sur le contrôle des fusions. Plusieurs mesures ont été proposées pour faire entrer l'actionnariat commun dans le périmètre du contrôle des fusions et font l'objet d'un débat important.

Le présent document présente les fondements théoriques et empiriques des problèmes de concurrence associés à l'actionnariat commun, les réponses proposées et les critiques apportées. Compte tenu du caractère balbutiant du débat autour de l'actionnariat commun, cette note met en évidence plusieurs outils à la disposition des autorités de la concurrence pour étudier ce phénomène dans leur juridiction ainsi que d'autres aspects de l'action publique à prendre en considération dans cet exercice.

[*] Cette note a été préparée par James Mancini et Anita Nyeső de la Division de la concurrence de l'OCDE.

Table des matières

L'actionnariat commun et son impact sur la concurrence 2

1. Introduction 5

2. Considérations générales sur les participations minoritaires dans le contrôle des fusions 6

3. Investisseurs institutionnels et degré d'actionnariat commun 11

3.1. Investisseurs institutionnels 11
3.2. L'importance de l'actionnariat institutionnel commun 14

4. Effets de l'actionnariat commun sur la concurrence 17

4.1. Théories sur les effets anticoncurrentiels de l'actionnariat commun et des incitations des investisseurs institutionnels 18
4.1.1. Problèmes en matière de concurrence découlant d'effets unilatéraux 18
4.1.2. Théories sur l'existence d'un préjudice impliquant des effets coordonnés 22
4.2. Mécanismes permettant à l'actionnariat commun d'influencer le comportement des entreprises 24
4.2.1. Influence directe par les investisseurs institutionnels 24
4.2.2. Incitations sous-jacentes de la direction d'une entreprise 28
4.3. Gains d'efficience et autres avantages possibles de l'actionnariat commun 32
4.3.1. Critiques 32

5. Réponses possibles à l'actionnariat commun 34

5.1. Mesures proposées en matière de politique de la concurrence 35
5.1.1. Répondre aux problèmes de concurrence éventuels découlant de l'actionnariat commun dans le cadre de la législation existante 35
5.1.2. Fixer une limite stricte à l'actionnariat commun 37
5.1.3. Instaurer des zones de sécurité pour l'actionnariat commun 39
5.2. Envisager des moyens d'action en dehors du domaine du droit de la concurrence 40
5.2.1. Gouvernance d'entreprise 40
5.2.2. Stabilité financière 42

6. Outils à la disposition des autorités de la concurrence pour analyser l'actionnariat commun 43

7. Conclusion et nouvelles questions à examiner 46

Références 54

Annexe : Estimation des effets de l'actionnariat commun 59

Tableaux

Tableau 1. Plus gros actionnaires dans le secteur du transport aérien aux États-Unis (T4 2016) 16
Tableau 2. Plus gros actionnaires des banques européennes (T4 2016) 16

Graphiques

Graphique 1. Degrés de contrôle et d'influence et contrôle des fusions 7
Graphique 2. Différentes formes de participations minoritaires 10
Graphique 3. Actifs sous gestion des fonds indiciels d'actions passifs 2000-2015, milliards d'USD .. 13
Graphique 4. Évolution de l'actionnariat commun des entreprises américaines cotées 15

Graphique 5. Inégalités de revenus aux États-Unis, 1917-2014 18

Encadrés

Encadré 1. Principaux points de la section 2 – Considérations générales sur les participations minoritaires dans le contrôle des fusions 11
Encadré 2. Stratégie d'investissement active ou stratégie d'investissement passive ? 14
Encadré 3. Principaux points de la section 3 – Investisseurs institutionnels et degré d'actionnariat commun 17
Encadré 4. Impact des participations croisées sur la concurrence 19
Encadré 5. Modélisation de la prise en compte de l'actionnariat commun par la direction des entreprises 21
Encadré 6. Principaux points de la section 4 – effets de l'actionnariat commun sur la concurrence 34
Encadré 7. Exemption applicable aux acquisitions réalisées « uniquement à des fins de placement ». 36
Encadré 8. Principaux points de la section 5 – Réponses possibles à l'actionnariat commun en termes d'action publique 43
Encadré 9. Analyse de l'actionnariat commun par la Commission européenne dans la fusion entre Dow et DuPont 45
Encadré 10. Questions non résolues à traiter dans le cadre de nouvelles recherches sur l'actionnariat commun 48
Encadré 11. L'élaboration de l'indice de Herfindahl-Hirschman modifié 60

1. Introduction

1. La façon dont les individus, les entreprises et les fonds de pension placent leurs fonds a radicalement changé. De moins en moins d'entre eux détiennent des actions directement. Au lieu de cela, les investisseurs achètent de plus en plus souvent des unités de fonds qui regroupent différents actifs, ils réduisent ainsi l'exposition au risque posé par une action précise en « diversifiant » leurs participations. En particulier, les fonds indiciels ont connu une croissance considérable ces dernières années. Ils constituent un type de fonds très diversifié et cherchent à suivre passivement la performance d'un indice (comme le S&P 500) plutôt qu'à produire un rendement plus élevé en choisissant activement les placements réalisés. Leur faible coût revêt un attrait particulier depuis la crise financière, quand certains investisseurs ont commencé à s'interroger sur les avantages de la gestion passive de l'investissement.

2. Toutefois, des études théoriques et empiriques récentes ont montré que les fonds de placement diversifiés pouvaient avoir un effet préjudiciable sur la concurrence dans certains secteurs concentrés, notamment le transport aérien et la banque de détail. Dans les marchés oligopolistiques où des concurrents ont des actionnaires en commun, ce qui se produit naturellement lorsque des fonds détiennent des portefeuilles diversifiés dans un secteur, il apparaît que les prix sont souvent plus élevés, les collusions plus fréquentes et les incitations de la direction davantage tournées vers les performances du secteur que de l'entreprise.

3. Étant donné que les fonds de placement ne détiennent que des participations minoritaires dans les entreprises, en règle générale, l'acquisition de ces participations ne relève pas du champ d'application habituel des règles sur le contrôle des fusions. Toutefois, de nombreux canaux, tant directs qu'indirects, permettent à ces fonds d'exercer une influence sur les entreprises de leurs portefeuilles. L'influence des investisseurs institutionnels peut, par exemple, être particulièrement prononcée lorsque la structure de l'actionnariat d'une entreprise est très dispersée. Certaines études postulent également que la gestion d'une entreprise peut être infléchie par le biais d'incitations de façon à satisfaire les intérêts du fonds de placement au détriment de la concurrence sur le marché. Par exemple, une entreprise pourrait prendre en compte l'impact de ses décisions stratégiques sur la rentabilité de ses concurrents et éventuellement réduire ses bénéfices au profit des bénéfices d'un de ses concurrents, dans l'intérêt des investisseurs qui détiennent des actions ou des parts dans les deux entreprises.

4. Ces problèmes ont conduit à des propositions ambitieuses sur l'utilisation de dispositions actuelles ou nouvelles du droit de la concurrence afin de contrôler, et éventuellement de limiter, l'actionnariat commun. Dans le même temps, de nombreuses critiques de ces propositions et de leurs fondements théoriques aussi bien qu'empiriques ont été émises.

5. En somme, de nouveaux travaux sont nécessaires pour déterminer les effets probables de l'actionnariat commun sur la concurrence et les mesures requises pour y remédier, si elles existent. Au vu de l'importance de l'actionnariat commun dans certains marchés, de la tendance continue au développement des produits d'investissement diversifiés et de la concentration des fonds de placement, cette recherche pourrait être d'une grande utilité, utilité qui dépasserait les limites du domaine de la concurrence. L'étude pourrait présenter un intérêt pour d'autres aspects de l'action publique, comme la gouvernance d'entreprise et la stabilité financière.

6. La suite de la note de référence s'organise comme suit :

- la **section 2** passe en revue les raisons pour lesquelles les participations minoritaires non contrôlantes ne rentrent pas dans le champ d'application de la plupart des cadres juridiques actuels et définit les principaux termes et concepts sur lesquels reposent certaines formes de participations minoritaires ;
- la **section 3** donne un aperçu général de l'évolution des investisseurs institutionnels et de l'ampleur de l'actionnariat commun ;
- la **section 4** expose les théories avancées sur l'existence d'un préjudice causé par l'actionnariat commun, des données empiriques concernant ce préjudice éventuel et leurs critiques ;
- la **section 5** présente certaines des réponses possibles des pouvoirs publics aux préoccupations liées à l'actionnariat commun ;
- la **section 6** décrit les outils à la disposition des autorités de la concurrence pour étudier l'actionnariat commun dans leurs juridictions ;
- la **section 7** conclut et propose des pistes de recherche et de réflexion.

2. Considérations générales sur les participations minoritaires dans le contrôle des fusions

7. Dans la plupart des juridictions, les règles de contrôle des fusions ne s'appliquent pas à l'acquisition de placements purement financiers lorsqu'une telle acquisition ne confère pas la capacité d'exercer une influence substantielle sur l'entreprise cible (c'est-à-dire lorsqu'il s'agit d'une participation minoritaire non contrôlante). Si un investisseur achète des participations minoritaires dans plusieurs entreprises d'un même secteur sans être capable d'exercer un contrôle sur ces entreprises, l'opération peut ne pas constituer une opération soumise à notification dans la plupart des juridictions.

8. Avant d'examiner les éventuelles préoccupations vis-à-vis de la législation antitrust qui découlent de la présence d'investisseurs institutionnels comme actionnaires minoritaires dans des entreprises en concurrence, ce chapitre passe brièvement en revue le traitement actuel des participations minoritaires dans le contrôle des fusions et en particulier les raisons pour lesquelles les participations minoritaires non contrôlantes ne rentrent pas dans le champ d'application du cadre juridique.

9. Les participations minoritaires, c'est-à-dire lorsqu'un actionnaire détient moins de 50 % des droits de vote attachés au capital de l'entreprise cible (CE, 2013), sont un phénomène très répandu dans l'économie. Les entreprises acquièrent à des fins de placement des titres de participation minoritaires d'autres entreprises pour les mêmes raisons qu'elles étendent leurs opérations sur le territoire national ou à l'étranger. Les prises de participation peuvent être un moyen de diversifier et de répartir les coûts et les risques, d'avoir accès à de nouvelles technologies ou à des pratiques managériales innovantes, d'établir et de renforcer des relations d'affaires, de pénétrer de nouveaux marchés et de financer et d'exploiter des activités conjointes, notamment de recherche et développement (R-D) (voir OCDE, 2008).

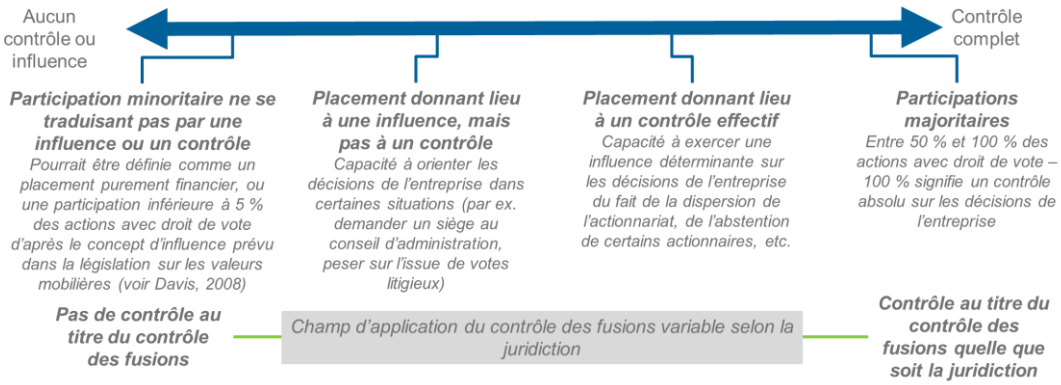
10. Dans le même temps, l'établissement d'un « lien de propriété » entre des concurrents réels ou potentiels pourrait peser sur les incitations des entreprises à se livrer à une concurrence vigoureuse[1], c'est pourquoi il faut mettre en balance les avantages d'une intégration partielle et les éventuelles répercussions négatives de celle-ci sur la concurrence. Dans la plupart des juridictions, ces préoccupations sont traitées dans le cadre des règles de contrôle des fusions. Le cadre d'analyse de ces opérations repose sur l'hypothèse selon laquelle l'acquisition d'un contrôle confère à l'acquéreur la capacité

d'augmenter les prix sauf si elles en sont dissuadées par la concurrence d'autres entreprises (OCDE, 2008, p. 57).

11. Puisqu'en soi la détention d'actions minoritaires n'indique pas si l'actionnaire est habilité à exercer ou non un contrôle ou une influence sur la société cible, la littérature relative à la réglementation anticoncurrentielle fait la différence entre participations minoritaires *contrôlantes* et *non contrôlantes*. Dans le premier cas, l'actionnaire minoritaire peut exercer un contrôle sur l'entreprise cible, seul ou avec d'autres actionnaires, tandis que dans le second, les participations minoritaires constituent une forme de placement purement financier et ne confère donc pas un contrôle au sens juridique.

12. La plupart des régimes de contrôle des fusions accordent une place importante à la question du contrôle lorsqu'il s'agit de déterminer les opérations auxquelles ils s'appliquent. Le schéma ci-dessous illustre le degré d'influence qui peut être associé à une opération.

Graphique 1. Degrés de contrôle et d'influence et contrôle des fusions



13. Différentes juridictions n'ont pas les mêmes approches en matière de contrôle, concept qui sert à définir le champ des opérations susceptibles d'être contrôlées. De nombreuses juridictions ne contrôlent une fusion que lorsque l'acquisition confère à l'acquéreur une influence contrôlante sur une autre entreprise tandis que d'autres examinent également les cas où l'acquéreur peut exercer une influence qui n'est pas équivalente à un contrôle.

- ***Acquisition d'une « influence déterminante ».*** Le régime de contrôle des concentrations de l'UE et les régimes qui reposent sur ce modèle définissent le contrôle comme la possibilité d'exercer une influence déterminante sur l'activité d'une entreprise. L'influence déterminante peut s'exercer sur la base de droits, de contrats ou d'autres moyens, seul ou conjointement et compte tenu de circonstances de fait ou de droit. Seules les opérations qui entraînent l'acquisition d'un contrôle, ou une modification significative de la nature du contrôle, sont soumises à un contrôle au titre du contrôle des concentrations (OCDE, 2008, p. 78).

- ***Acquisition d'une « influence sensible ».*** Dans d'autres juridictions, les règles de contrôle des fusions s'appliquent à une plus grande variété d'opérations, dont des opérations qui ne confèrent pas une « influence déterminante ». Au Royaume-

Uni, la CMA est susceptible de contrôler au titre du contrôle des fusions une participation minoritaire non contrôlante lorsque celle-ci confère à l'acquéreur la capacité d'exercer une influence sensible sur l'entreprise cible. On suppose que l'acquéreur a cette capacité s'il achète au moins 25 % des actions ou des parts de l'entreprise cible. Toutefois, cette présomption est réfutable selon le cas[2] (CE, 2016, p. 15)[3].

En Allemagne et en Autriche, une participation de 25 % constitue un seuil juridique sans équivoque, toute participation qui dépasse ce seuil qui entraîne une notification au titre du contrôle des fusions. En outre, les acquisitions représentant moins de 25 % des actions ou des parts de capital ou des droits de vote entrent également dans le champ d'application du régime autrichien de contrôle des fusions si ces participations confèrent à leur acquéreur des droits que le détenteur de plus de 25 % des parts serait normalement en mesure d'exercer (CE, 2016, p. 25). D'après la loi allemande, les acquisitions de participations équivalant à moins de 25 % du capital peuvent aussi devoir être soumises à notification, si elles « permettent à une ou à plusieurs entreprises d'exercer directement ou indirectement une influence sensible du point de vue de la concurrence sur une autre entreprise » (Loi allemande relative aux restrictions de concurrence, *Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen*, "GWB", point 4 du premier paragraphe de l'article 37). Si le terme « influence sensible du point de vue de la concurrence » n'est pas défini dans les dispositions relatives aux concentrations en vigueur en Allemagne, il a été considérablement explicité dans la jurisprudence (CE, 2016, p. 21). Il peut s'appliquer à tout type d'influence et de participation, du moment où la participation confère une influence de fait semblable à celle d'un actionnaire détenant une participation de 25 % (voir Zigelski, 2009). Dans les deux juridictions, les seuils servent seulement à déterminer les participations relevant de la compétence de l'autorité et non à établir une atteinte à la concurrence. L'évaluation d'impact sur la concurrence a lieu dans un deuxième temps.

- ***Pas de notion de contrôle, mais une exemption applicable aux opérations uniquement réalisées à des fins de placement.*** Le régime de contrôle des fusions en vigueur aux États-Unis a une portée très étendue. En principe, les autorités peuvent se concentrer plus directement sur la question de savoir si la prise de participation risque de réduire sensiblement la concurrence. La définition des opérations de fusion relevant de leur compétence n'est pas fondée sur la notion de prise de contrôle d'une entreprise, mais elle couvre toute prise de participation représentant au moins 10 % des titres (ou des actifs) assortis de droit de vote d'une autre entreprise et une telle prise de participation est interdite lorsqu'elle peut avoir « pour effet de réduire substantiellement la concurrence »[4]. Ce critère large est atténué à la condition de réaliser l'opération « uniquement à des fins de placement », la législation dispose que « le présent article ne s'applique pas aux personnes qui acquièrent ces actions uniquement à des fins de placement et qui ne les utilisent pas pour exercer un droit de vote ou pour réduire ou tenter de réduire sensiblement la concurrence »[5,6]. Par conséquent, toute prise de participation supérieure à 10 % doit être notifiée à l'exception des prises de participation uniquement à des fins de placement.

14. À la lumière de ce qui précède, dans les régimes des fusions, comme le régime de l'UE, qui utilisent la *notion de contrôle* pour définir les opérations susceptibles d'être contrôlées, les acquisitions de participations minoritaires non contrôlantes ne rentrent pas

dans le champ d'application des règles de contrôle des fusions. D'autres juridictions qui ne s'appuient pas seulement sur la notion juridique de contrôle, mais qui prennent aussi en compte la « capacité » de l'entreprise acquéreuse à influencer le processus de décision de l'entreprise cible, peuvent contrôler les prises de participations minoritaires non contrôlantes.

15. Par conséquent, en raison de ces approches différentes de la notion juridique de contrôle, les prises de participations minoritaires non contrôlantes ne sont soumises à un contrôle que dans certaines juridictions. Dans les autres, ces opérations ne relèvent pas du champ d'application du contrôle des fusions puisque les actionnaires ne sont pas habilités à exercer un contrôle sur la cible selon les règles de contrôle des fusions, c'est pourquoi ces opérations ne sont pas soumises à notification[7]. Par conséquent, les exemples où une autorité de la concurrence a contesté une opération relative à une participation non contrôlante sont relativement peu nombreux. En outre, les affaires portant sur l'acquisition de participations minoritaires non contrôlantes et ayant soulevé des problèmes de concurrence sont encore moins nombreuses (CE, 2016, p. 4)[8].

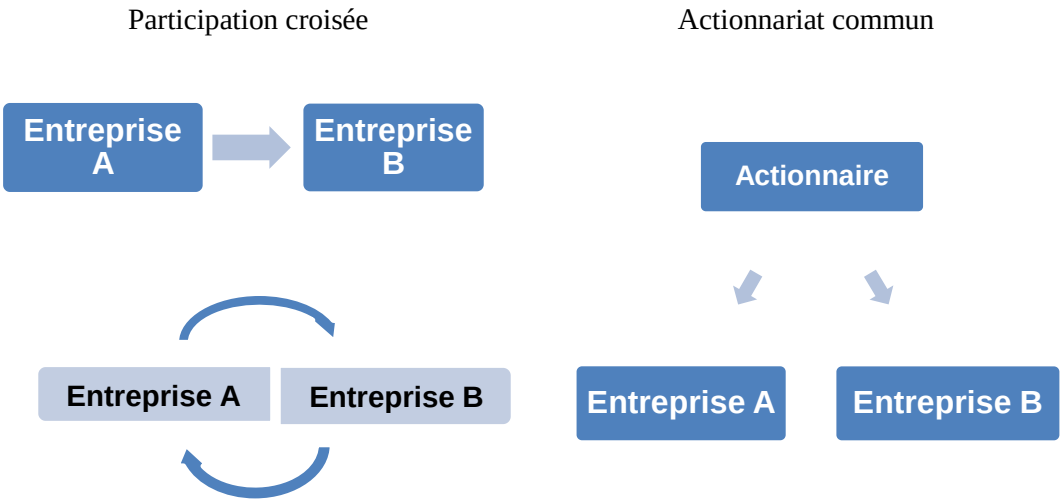
16. Toutefois, les règles de contrôle des concentrations ne sont pas nécessairement le seul fondement juridique aux problèmes délicats posés par les participations minoritaires. Il existe quelques exemples où une prise de participation minoritaire dans une entreprise pourrait constituer une infraction prenant la forme d'un accord anticoncurrentiel ou d'un abus de position dominante[9].

- ***Application des règles relatives aux accords anticoncurrentiels.*** Bien que la simple acquisition d'une participation minoritaire ne constitue pas en soi un comportement restrictif de concurrence, une telle prise de participation pourrait néanmoins constituer un moyen d'influer sur le comportement commercial d'une entreprise concurrente, de manière à restreindre ou à fausser le jeu de la concurrence, notamment si l'accord prévoit une coopération commerciale entre les entreprises concernées ou crée une structure susceptible d'être utilisée pour une telle coopération ou si cet accord donne à l'actionnaire acquéreur la possibilité de prendre de droit ou de fait le contrôle de l'entreprise[10].
- ***Application des règles relatives à l'abus de position dominante.*** La Cour européenne a décidé (dans une affaire jugée avant l'adoption du Règlement de la Commission européenne sur les concentrations) que l'acquisition d'une participation minoritaire dans une entreprise concurrente ne pouvait être prise en compte dans une situation d'abus de position dominante que si cette acquisition se traduisait en un contrôle effectif, ou à tout le moins, une certaine influence sur la politique commerciale de l'entreprise cible[11].

17. Une participation minoritaire peut prendre la forme d'une détention unilatérale par une entreprise d'actions d'une autre entreprise, d'une détention réciproque de participations minoritaires entre entreprises concurrentes et d'une détention de participations minoritaires par une partie tierce, comme un investisseur[12]. Aux fins de la présente note, il convient de souligner la différence entre des cas où des entreprises concurrentes possèdent des participations directes l'une dans l'autre, situation souvent désignée par les termes de « participations croisées », « participations partielles » ou « liens structurels » et le cas où des entreprises concurrentes ont des actionnaires communs, comme des investisseurs qui détiennent des participations dans des entreprises concurrentes d'un même secteur. Certains travaux désignent ce phénomène par les termes de « participations institutionnelles croisées », « actionnariat institutionnel » ou

« actionnaires identiques », dans cette note nous utilisons le terme d'actionnariat commun conformément au courant dominant dans la littérature[13] (graphique 2).

Graphique 2. Différentes formes de participations minoritaires



18. Comme indiqué plus haut, l'actionnariat commun renvoie à des situations dans lesquelles une partie tierce, généralement un investisseur, détient simultanément des participations minoritaires dans plusieurs entreprises concurrentes. Toutefois, les opérations qui sont réalisées uniquement à des fins de placement et qui ne permettent pas à l'investisseur d'exercer un contrôle sur les entreprises cibles peuvent ne pas constituer des opérations soumises à notification dans la plupart des juridictions.

Encadré 1. Principaux points de la section 2 – Considérations générales sur les participations minoritaires dans le contrôle des fusions

- Les participations minoritaires peuvent être définies comme des participations représentant moins de 50 % des droits de vote attachés au capital de l'entreprise cible. Étant donné que la détention d'actions ou de parts dans une entreprise n'indique pas si le détenteur de la participation minoritaire est habilité à exercer un contrôle sur l'entreprise cible, la littérature relative à la réglementation anticoncurrentielle distingue les participations minoritaires contrôlantes des participations minoritaires non contrôlantes.
- Le champ d'application des régimes de contrôle des fusions varie selon les juridictions selon que les opérations sont susceptibles de conférer à l'acquéreur une influence, mais pas un contrôle. Toutefois, dans certaines juridictions, les opérations qui ne représentent qu'un placement financier dans une entreprise et ne donnent pas à l'acquéreur les moyens d'exercer une influence sur l'entreprise cible sont explicitement exemptées de l'application des règles de contrôle des fusions, c'est pourquoi ces opérations ne sont pas soumises à notification.
- Les participations croisées et l'actionnariat commun sont probablement les formes les plus répandues de participations minoritaires. Les participations croisées désignent les situations où une entreprise détient une participation directe dans le capital d'une entreprise concurrente, laquelle, à son tour, détient une participation dans le capital de la première, tandis que l'actionnariat commun renvoie à des cas où une partie tierce, comme un investisseur, détient des participations dans des entreprises concurrentes d'un même secteur.

3. Investisseurs institutionnels et degré d'actionnariat commun

19. Afin de replacer les éventuelles préoccupations en matière de concurrence soulevées par l'actionnariat commun dans leur contexte, ce chapitre donne un aperçu général de la situation des investisseurs et de l'importance du phénomène d'actionnariat commun.

20. Le terme générique d'« investisseur institutionnel » couvre une variété d'institutions différentes qui collectent des fonds à des fins de placement, allant des banques aux fonds communs de placement. Quelle que soit la forme exacte de ces entreprises, le capital qu'elles ont investi pour leurs clients a rapidement augmenté au cours des dernières décennies. Plusieurs études montrent que dans certains secteurs très concentrés, l'actionnariat commun s'est intensifié parallèlement à cet accroissement.

3.1. Investisseurs institutionnels

21. Les investisseurs institutionnels rassemblent des fonds à des fins de placement et font partie des plus importants collecteurs d'épargne et fournisseurs de fonds aux marchés

financiers. Ils comprennent des banques, des compagnies d'assurance, des fonds de pension, des fonds d'arbitrage, des sociétés d'investissement immobilier cotées, des conseillers en placement, des organismes d'assurance mixte et des fonds communs de placement. Ces institutions peuvent prendre la forme juridique d'une société par actions à responsabilité limitée (sociétés de placement par exemple), d'une société à responsabilité limitée (sociétés de capital-investissement notamment) ou être constituée sous un statut spécial comme dans le cas de certains fonds souverains (voir OCDE, 2014, p. 7). Les investisseurs institutionnels peuvent être des institutions indépendantes ou appartenir à une institution, un groupe ou un conglomérat financier plus grand. Les fonds communs de placement, par exemple, sont souvent des filiales de banques ou de compagnies d'assurance. Certains travaux qualifient ces investisseurs institutionnels de « détenteurs de blocs d'actions », ce qui tient en partie au système de notification obligatoire pour les superviseurs financiers, puisque certaines catégories de propriétaires doivent communiquer le volume de leur position et dans certains cas leurs intentions en matière de contrôle (Davis, 2008)[14].

22. Le nombre et la diversité des investisseurs ont considérablement augmenté avec l'apparition de nouvelles institutions (voir OCDE, 2014, p. 8). Aux investisseurs institutionnels « traditionnels », comme les fonds de placement, les fonds de pension ou les compagnies d'assurance sont venus s'ajouter de « nouveaux » investisseurs comme les fonds d'arbitrage, les fonds de capital-investissement, les fonds indiciels cotés et les fonds souverains. En outre, les sociétés de gestion de portefeuilles qui offrent des services de placement ainsi que d'autres produits financiers peuvent également être considérées comme un nouveau type d'investisseur institutionnel. L'OCDE constate que « si quelques grands investisseurs institutionnels gèrent leurs actifs de façon interne, l'externalisation de cette tâche à des gestionnaires d'actifs extérieurs s'est accrue ces deux dernières décennies » (2014, p. 102).

23. Malgré quelques différences à l'échelle régionale, le marché du placement a suivi des évolutions globalement similaires dont certaines sont présentées ici :

- ***D'une détention directe d'actions à un investissement dans des fonds.*** En passant de la détention directe d'un petit nombre d'actions à la détention d'unités de fonds, les investisseurs sont en mesure de diversifier leurs risques et de tirer parti des services de gestionnaires de portefeuille professionnels. Ainsi, la détention directe d'actions est passée de 84 % au milieu des années 1960 à 40 % en 2011 aux États-Unis et de 54 % à 11 % au Royaume-Uni sur la même période (OCDE, 2014, p. 96). De ce fait, la propriété des entreprises est désormais majoritairement détenue par l'intermédiaire d'institutions plutôt que directement par des individus. Les premiers bénéficiaires de cette évolution sont les fonds communs de placement, appelés *unit trusts* au Royaume-Uni (Davis, 2008).

- ***Essor de la stratégie d'investissement passive et des fonds indiciels.*** Parallèlement aux fonds gérés activement, qui cherchent généralement à surpasser la performance du marché, des fonds gérés passivement sont apparus et se sont significativement développés. Ces derniers ont pour objectif de répliquer la performance d'un indice prédéterminé tout en limitant les dépenses (ils sont décrits plus en détail dans l'encadré 2 ci-après).

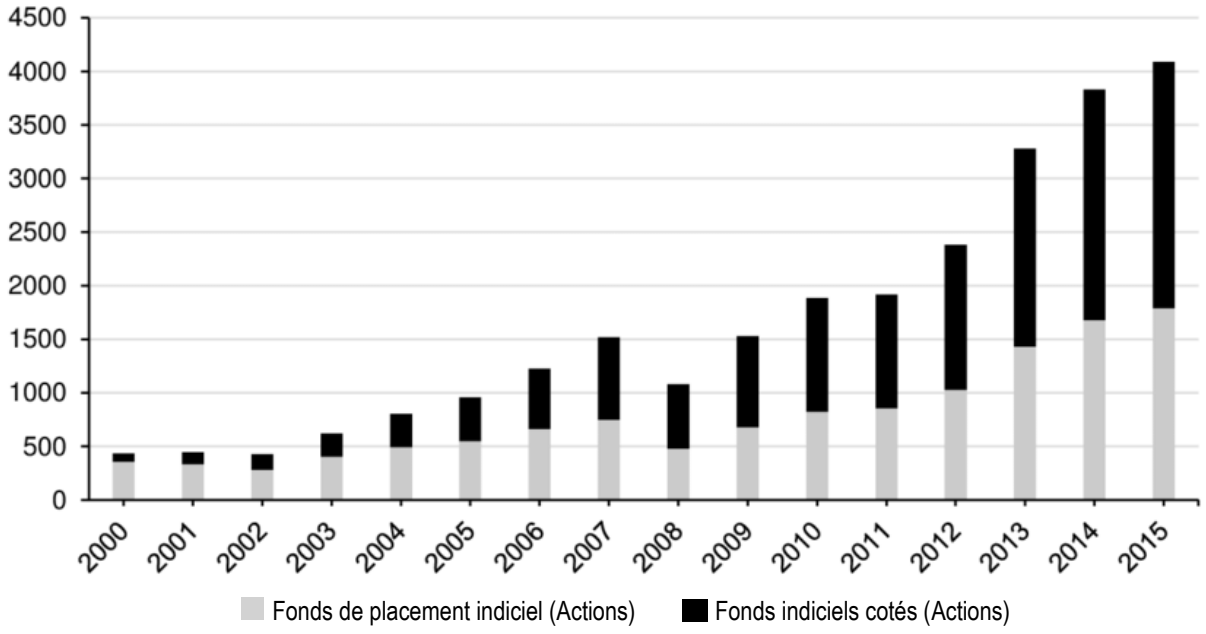
  La réorientation des investisseurs vers les fonds gérés passivement a été particulièrement prononcée après la crise financière (Fichtner et al., 2017). Le graphique 3 montre la rapide progression des fonds indiciels passifs qui

acquièrent des placements en actions dans le monde entier. Depuis 2008, les fonds de placement indiciels et les fonds indiciels cotés (deux types de fonds de placement passifs) ont progressé à un rythme à peu près similaire, doublant leurs actifs sous gestion entre 2011 et 2014. Au total, ces fonds détenaient au moins 4 000 milliards d'USD d'actifs sous gestion fin 2015, soit plus que l'ensemble du secteur des fonds d'arbitrage (Fichtner et al. 2017, p. 6).

- ***Accroissement de la concentration dans les fonds passifs et le marché de la gestion d'actifs.*** Une grande part des fonds indiciels passifs est gérée par les trois grands gérants de fonds : BlackRock, Vanguard et State Street, qui ont acquis des participations considérables dans des milliers de sociétés cotées en bourse aux États-Unis et dans le monde entier (Fichtner et al. 2017, p. 2). Par exemple, en 2015, la part moyenne détenue par ces trois entreprises dans 1 662 entreprises américaines cotées s'élevait à plus de 17,6 %.

- ***Actionnariat dispersé des sociétés cotées.*** L'augmentation de la profondeur et de la sophistication des marchés de capitaux a permis la participation d'une diversité croissante d'investisseurs. Par conséquent, l'actionnariat des sociétés cotées en bourse est devenu plus dispersé, en particulier aux États-Unis, où la participation la plus élevée détenue par un investisseur dans une entreprise est souvent inférieure à 5 %. Les plus gros actionnaires sont souvent des fonds de placement qui détiennent des actions pour le compte de leurs clients (Davis, 2008, p. 14.).

Graphique 3. Actifs sous gestion des fonds indiciels d'actions passifs 2000-2015, milliards d'USD



Source : Investment Company Institute Fact Book ; rapport BlackRock Global ETP Landscape, décembre 2015. Extrait de Fichtner et al. (2017).

Encadré 2. Stratégie d'investissement active ou stratégie d'investissement passive ?

Les fonds de placement gérés activement cherchent généralement à apporter un rendement supérieur à la performance moyenne du marché tandis que les fonds de placement gérés passivement tentent simplement d'égaler la performance d'un indice de référence, comme l'indice S&P 500. De cette façon, les gestionnaires de fonds de placement passifs évitent les coûts de recherche et d'analyse supportés par les gestionnaires de fonds actifs et leurs frais de gestion sont souvent plus faibles. Certaines des différences entre la gestion active et la gestion passive sont présentées dans le tableau ci-après.

Gestion active et gestion passive de portefeuille

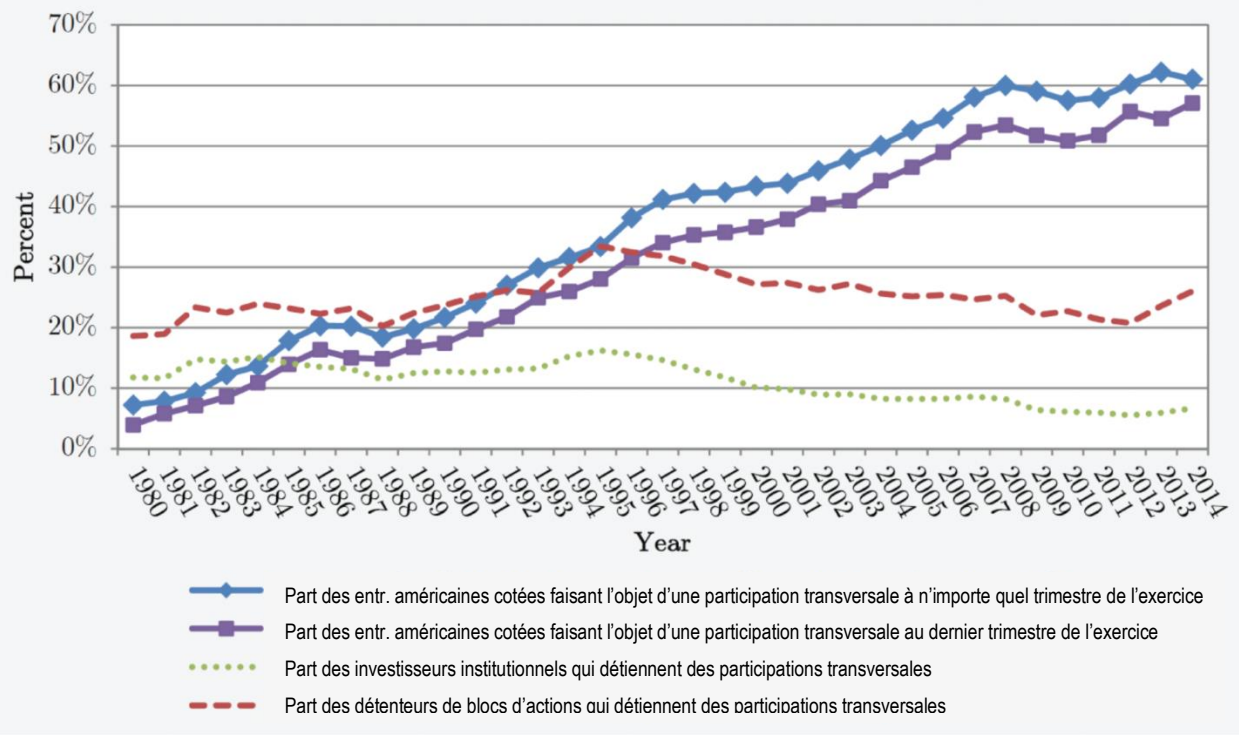
Gestion active	Gestion passive
Tente de dépasser la performance d'un indice	Tente d'égaler la performance d'un indice
Affirme que les inefficiences de prix sur le marché créent des opportunités d'investissement	Affirme qu'il est difficile ou impossible de « surpasser le marché »
Repose sur un choix des titres par le gestionnaire du portefeuille	Repose sur un choix des titres sur la base d'un indice
Est axée sur le choix des titres et le moment des opérations	Est axée sur un secteur ou une classe d'actif en général
Les opérations et le degré de liquidité des peuvent d'augmenter les coûts associés au portefeuille	Les opérations sont rares, ce qui a tendance à limiter les frais associés au portefeuille

Tableau extrait de Williams et Ortega (2012, p. 85)

3.2. L'importance de l'actionnariat institutionnel commun

24. Plusieurs études récentes cherchent à quantifier l'ampleur de l'actionnariat commun dans certains secteurs aux États-Unis. Si elles utilisent des méthodes quelque peu différentes, ces études montrent généralement que le degré d'actionnariat commun dans les entreprises cotées a significativement augmenté, en particulier dans certains secteurs de l'économie comme les compagnies aériennes, les pharmacies, les banques, les céréales de petit déjeuner et les boissons non alcoolisées (Posner et al., 2017). Comme le montre le graphique 4, la part des entreprises américaines cotées détenues par des investisseurs institutionnels possédant au moins 5 % du capital d'autres entreprises du même secteur est passée de moins de 10 % en 1980 à environ 60 % en 2014 (He et Huang, 2017). Ce phénomène ne concerne pas que les États-Unis, le degré d'actionnariat commun est élevé dans le secteur bancaire en Europe et dans l'industrie chimique en Allemagne (Posner et al., 2017).

Graphique 4. Évolution de l'actionnariat commun des entreprises américaines cotées



Note : Les auteurs désignent l'actionnariat commun par la notion de participations croisées.
Source : He et Huang (2017)[15].

25. D'autres estimations de l'actionnariat commun sont présentées ci-dessous :

- La densité du réseau d'entreprises américaines ayant au moins un actionnaire en commun a plus que triplé entre 2000 et 2010, passant de 4 % à 14 %. Sur la même période, le pourcentage d'entreprises comptant l'un des cinq plus importants fonds parmi leurs investisseurs a été porté d'environ 30 % à près de 50 % (Azar, 2011).
- Afin d'illustrer l'ampleur de l'actionnariat commun, Azar et al. (2017) font observer que la probabilité que deux entreprises appartenant au même secteur choisies aléatoirement dans le S&P 1 500 aient un actionnaire en commun détenant au moins 5 % des actions de ces deux entreprises est passé de moins de 20 % au quatrième trimestre 1999 à environ 90 % au quatrième trimestre 2014 (Azar et al., 2017, p. 2).
- Le fait que des entreprises concurrentes aient des propriétaires en commun ne concerne pas seulement les États-Unis. Parmi les banques européennes, depuis 2016, BlackRock est le plus gros actionnaire de HSBC, Deutsche Bank, Banco Popolare et Banco Bilbao.

Tableau 1. Plus gros actionnaires dans le secteur du transport aérien aux États-Unis (T4 2016)

Delta Airlines	%	Southwest Airlines Co.	%	American Airlines	%
Berkshire Hathaway	8.6	PRIMECAP	11.8	T. Rowe Price	14.0
BlackRock	6.8	Berkshire Hathaway	7.0	PRIMECAP	9.0
Vanguard	6.3	Vanguard	6.2	Berkshire Hathaway	7.8
State Street	4.3	BlackRock	6.0	Vanguard	6.0
J.P. Morgan	3.8	Fidelity	5.5	BlackRock	5.8
United Continental Holdings	**%**	**Alaska Air**	**%**	**JetBlue Airways**	**%**
Berkshire Hathaway	9.2	T. Rowe Price	10.14	Vanguard	8.0
BlackRock	7.1	Vanguard	9.73	Fidelity	7.6.
Vanguard	6.9	BlackRock	5.6	BlackRock	7.3
PRIMECAP	6.3	PRIMECAP	5.0	PRIMECAP	5.9
PAR Capital Mgt.	5.2	PAR Capital Mgt.	3.7	Goldman Sachs	3.0

Source : Azar et al. (2017).

Tableau 2. Plus gros actionnaires des banques européennes (T4 2016)

HSBC ;	%	Deutsche Bank	%	Banco Popolare	%
BlackRock	5.9	BlackRock	6.2	BlackRock	5.1
Legal & General	3.0	Paramount	3.1	Norges Bank	3.7
Vanguard	2.3	Supreme Universal	3.1	Fond CdRdL	2.9
State Street	2.2	DB. PB&IBI	2.6	Dimensional Fund	2.5
Norges Bank	2.0	Merrill Lynch	2.5	Vanguard	2.0
BPM	**%**	**Banco Bilbao**	**%**	**Banco Santander**	**%**
BlackRock	5.2	BlackRock	4.9	State Street	12.7
Time & Life	4.0	JP Morgan	3.6	Vanguard	9.9
Dimensional Fund	3.4	Lyxor	2.9	BNY Mellon	6.1
Norges Bank	3.0	Vanguard	2.0	BlackRock	5.2
Standard Life	2.0	Amundi	1.9	Société Générale	4.0

Source : Schmalz (2016).

- En Allemagne, l'investissement institutionnel semble être limité à un secteur. En 2015, les investisseurs institutionnels dominaient l'industrie chimique, en détenant plus de 60 % de sa valeur, tandis que dans les secteurs de la construction et de l'alimentation, ils possédaient moins de 10 % du capital total des entreprises allemandes (Seldeslachts et al., 2017, p. 307).
- En Islande, l'actionnariat commun a affiché une progression considérable à la suite de la crise financière. En 2016, les fonds de pension avaient acquis des participations dans la majorité des entreprises islandaises, dont 45 % des actions de sociétés immobilières, 35 % des actions des compagnies d'assurance et 50 % des actions des entreprises de télécommunications (Óladóttir et al., 2017).

Encadré 3. Principaux points de la section 3 – Investisseurs institutionnels et degré d'actionnariat commun

- Le terme « investisseur institutionnel » recouvre différentes institutions qui collectent des fonds à des fins de placement, comme les banques et les fonds communs de placement.
- Lors des deux dernières décennies, le montant du capital investi par des fonds pour le compte de leurs clients a affiché une croissance rapide. Dans le même temps, l'actionnariat commun a considérablement augmenté.
- Aux États-Unis, la progression de l'actionnariat commun a été particulièrement prononcée dans certains secteurs concentrés, comme le transport aérien et le secteur bancaire. Ce phénomène ne concerne pas que les États-Unis, le degré d'actionnariat commun est par exemple particulièrement élevé sur le marché bancaire européen.

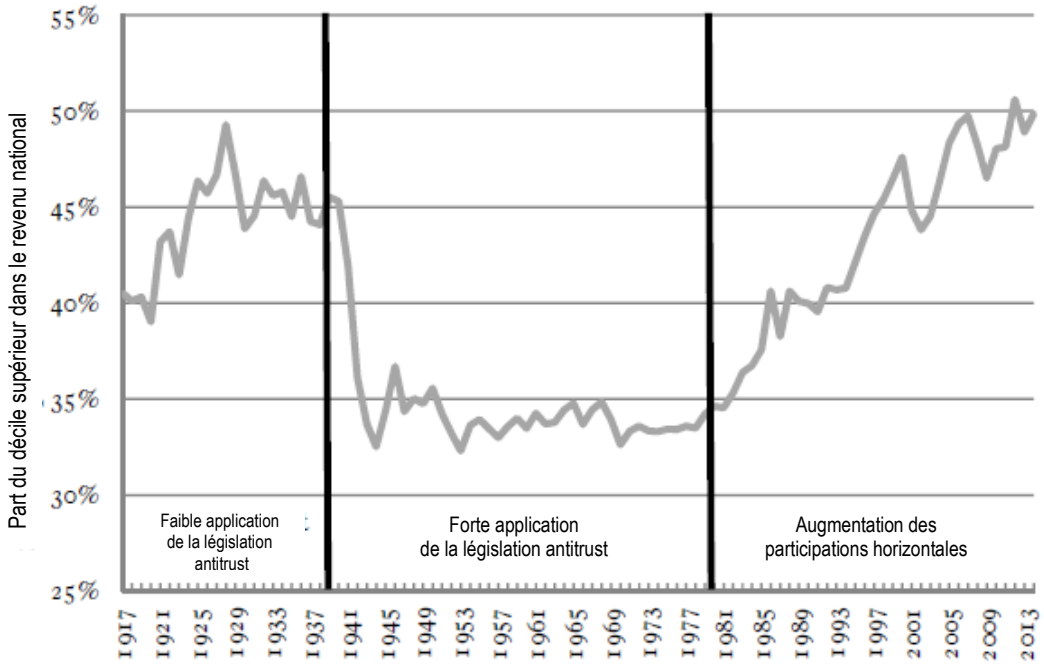
4. Effets de l'actionnariat commun sur la concurrence

26. Plusieurs études récentes ont montré que l'actionnariat institutionnel commun pouvait entraîner des problèmes en matière de concurrence, c'est-à-dire des prix plus élevés. Plus précisément, Azar et al. (2016) ont réalisé une analyse économétrique des frais de services de dépôt facturés par les banques et montré que l'actionnariat commun s'accompagnait de frais plus importants. Une étude ultérieure, portant sur le transport aérien aux États-Unis, a révélé que l'actionnariat commun était associé à un prix entre 3 % et 12 % plus élevé des billets, selon la méthode utilisée. Le détail des méthodes employées dans ces travaux et certaines critiques est présenté dans l'encadré 3 et à l'annexe A.

27. La théorie générale qui sous-tend ces études est que les entreprises qui ont des actionnaires en commun sont susceptibles de se livrer à une concurrence moins agressive que si elles avaient des actionnaires complètement différents. Cette concurrence affaiblie peut se manifester par des effets unilatéraux[16] de la part d'au moins une des entreprises concernées par cette forme d'actionnariat, ou par une coordination entre les entreprises. Les actionnaires détenant un portefeuille diversifié dans un secteur peuvent ne même pas avoir besoin d'exercer une influence active pour aboutir à ce résultat, étant donné que les dirigeants des entreprises concernées peuvent être incités à prendre en compte de façon indépendante les intérêts financiers des actionnaires qui détiennent également des actions de leurs concurrents.

28. Les tenants des théories sur les effets anticoncurrentiels découlant de l'actionnariat commun mettent l'accent sur l'impact économique au sens large que ce phénomène pourrait avoir. Elhauge (2016) établit un lien entre l'actionnariat commun et la concentration de la richesse dans l'économie américaine, en comparant l'effet de l'actionnariat commun à différentes périodes dont celle précédant l'adoption de lois antitrust aux États-Unis (voir graphique 5 ci-dessous)[17].

Graphique 5. Inégalités de revenus aux États-Unis, 1917-2014



Source : Extrait de Elhauge (2016, p. 1292).

29. L'essentiel du débat sur la probabilité d'une atteinte à la concurrence causée par l'actionnariat commun est centré sur deux questions : 1) les investisseurs institutionnels qui détiennent des participations dans des entreprises d'un même secteur ont-ils des ***incitations*** à réduire la concurrence ? et 2) ces investisseurs ont-ils la ***capacité*** d'influencer les décisions du conseil d'administration et de la direction d'une entreprise directement ou bien au moyen d'incitations sous-jacentes ? Cette section examine les principaux arguments des études récentes sur l'actionnariat commun portant sur ces interrogations.

4.1. Théories sur les effets anticoncurrentiels de l'actionnariat commun et des incitations des investisseurs institutionnels

30. Cette sous-section présente les théories avancées sur l'existence d'un préjudice lié à des effets possibles unilatéraux ou coordonnés résultant de l'actionnariat commun. Ces théories tentent de mieux comprendre les incitations des investisseurs institutionnels à réduire la concurrence.

4.1.1. Problèmes en matière de concurrence découlant d'effets unilatéraux

31. Les effets unilatéraux renvoient généralement à des augmentations de prix ou des baisses de la qualité, de la variété ou de l'innovation, que les entreprises peuvent appliquer de façon rentable à la suite d'une opération de fusion, sans avoir besoin de se coordonner avec leurs concurrents (voir par exemple RIC, 2004). Dans un marché en situation de concurrence parfaite, une entreprise ne pourrait pas s'écarter de l'équilibre du marché de façon rentable, puisqu'un nombre suffisamment élevé de consommateurs se tourneraient vers les entreprises concurrentes pour que l'opération ne soit pas rentable.

32. Les opérations qui lient des entreprises par le biais d'un actionnariat commun sont susceptibles d'entraîner un certain type d'effets unilatéraux. En particulier, elles peuvent rendre des augmentations unilatérales des prix rentables, du moins du point de vue des actionnaires détenant des participations dans plusieurs entreprises concurrentes, même si l'opération n'accroît pas le pouvoir de marché des entreprises concernées prises individuellement. Ce mécanisme, expliqué plus en détail dans l'encadré 4 ci-après, est au centre d'une grande partie de la littérature récente sur les participations minoritaires.

Encadré 4. Impact des participations croisées sur la concurrence

Salop et O'Brien (2000) examinent le cas de participations croisées dans un marché en situation de concurrence imparfaite (dans le cadre de modèles de concurrence à la Bertrand ou à la Cournot). Ils s'intéressent plus précisément à l'acquisition par une entreprise d'une participation minoritaire dans une entreprise concurrente. L'analyse s'appuie sur les études de Reynolds et Snapp (1986) et Bresnahan et Salop (1986), qui ont montré que l'existence d'intérêts financiers entre des entreprises concurrentes, même sans droits de contrôle, pouvait conduire à un affaiblissement de la concurrence.

Prenons un exemple fictif avec deux entreprises, appelées entreprise A et l'entreprise B par souci de simplicité. Avant l'acquisition, si l'entreprise A envisageait une augmentation unilatérale de prix, elle pouvait en être dissuadée par le fait que l'accroissement de ses marges du fait de cette augmentation ne compenserait pas la perte de consommateurs qui en résulterait (chiffrée à l'aide du ratio de diversion). En revanche, si elle détient une participation minoritaire dans l'entreprise B, le calcul de l'entreprise A est différent. Certains des clients qui délaissent l'entreprise A pourraient se tourner vers l'entreprise B et une partie des bénéfices de ces nouvelles ventes irait à l'entreprise A. Par conséquent, le manque à gagner résultant de la perte de clients en raison de l'augmentation de prix pourrait être partiellement atténué par la participation minoritaire que détient l'entreprise A dans l'entreprise B, ce qui concourt aux pressions à la hausse sur les prix.

Une série de facteurs (l'importance des intérêts de l'entreprise A dans l'entreprise B, l'augmentation de prix, la rentabilité de l'entreprise A et de l'entreprise B, la concentration du secteur, etc.) déterminent la rentabilité de l'augmentation de prix du fait de la détention d'une participation minoritaire. Fait important, ni échanges ni accord entre l'entreprise A et l'entreprise B ne sont nécessaires pour aboutir à ce résultat.

33. Bien que l'exemple décrit plus haut porte sur des participations croisées, les incitations théoriques sous-jacentes pourraient s'appliquer à l'actionnariat institutionnel commun. Dans le cas d'un marché oligopolistique dans lequel un investisseur institutionnel détient une participation minoritaire dans toutes les entreprises (ou la plupart d'entre elles), il est tout à fait possible, sur le plan théorique, qu'une augmentation unilatérale de prix par l'une de ces entreprises soit rentable du point de vue de l'investisseur. Les pertes engendrées par le report de clients vers des entreprises concurrentes pourraient être compensées par les gains réalisés par ces dernières.

34. Plusieurs modèles théoriques ont étudié les effets de l'actionnariat commun lorsque les dirigeants des entreprises prennent en compte les intérêts des actionnaires détenant des participations horizontales[18]. Ces effets comprennent une tendance à une optimisation commune des bénéfices (Azar, 2017) et l'internalisation de l'effet sur les entreprises concurrentes des décisions importantes, comme la R-D, les procédures judiciaires, la stratégie de prise de contrôle, la budgétisation des investissements, la rémunération des dirigeants ou le comportement lors d'enchères (voir Hansen et Lott, 1996 et Rubin, 2006). La modélisation réalisée dans les études récentes afin d'analyser les effets de l'actionnariat commun sur les décisions de gestion est présentée dans l'encadré 5 ci-après.

Encadré 5. Modélisation de la prise en compte de l'actionnariat commun par la direction des entreprises

Les modèles portant sur l'actionnariat commun et son impact sur les décisions des entreprises (voir Azar et al., 2016 ; Azar et al., 2017) font l'hypothèse d'un contrôle proportionnel. Celle-ci suppose que la direction d'une entreprise cherche à maximiser la valeur totale du portefeuille de ses investisseurs, pondérée par la proportion des actions que ces derniers détiennent. La fonction objectif de l'entreprise devient alors :

$$max\,\Pi_j = \sum_{i=1}^{M} \gamma_{i,j} \sum_{k=1}^{N} \beta_{ik}\,\pi_k$$

où l'entreprise cherche à maximiser les valeurs pondérées des portefeuilles de ses investisseurs (Πj), avec γi,j la pondération des intérêts de l'investisseur i dans les décisions de l'entreprise j (en d'autres termes, le « degré de contrôle » de l'investisseur sur l'entreprise[19] (voir O'Brien et Salop, 2000, p. 597), βi,k la part de l'investisseur i dans les bénéfices de l'entreprise k et πk les bénéfices de l'entreprise k.

À partir de cette fonction objectif, O'Brien et Salop (2000) ont mis au point une version modifiée de l'indice de Herfindahl-Hirschman (indice de Herfindahl-Hirschman modifié – IHHM), qui adapte la mesure classique de la concentration d'un marché pour prendre en compte les participations qui lient des entreprises concurrentes entre elles (de plus amples détails sur l'élaboration de l'indice figurent dans l'annexe A). Le résultat fondamental est que le niveau de concentration pourrait être sous-estimé si l'on suppose que les entreprises agissent de façon totalement indépendante, malgré leurs liens de propriété sous-jacents.

L'IHHM peut être décomposé en deux éléments, à savoir l'IHH classique et un « delta IHHM » :

$$IHHM = IHH + \sum_{j} \sum_{k \neq j} s_j s_k \frac{\sum_i \gamma_{ij} \beta_{ik}}{\sum_i \gamma_{ij} \beta_{ij}}$$

Où sj et sk correspondent aux parts de marché respectives des entreprises j et k. Le delta IHHM dépend donc de l'importance du contrôle ou de l'influence qu'un investisseur a dans une entreprise et dans les entreprises concurrentes, ainsi que de ses participations correspondantes. Toutes choses égales par ailleurs, un plus grand degré de contrôle ou d'influence se traduirait par un lien plus fort entre les entreprises et donc un IHHM plus élevé, ce qui signifierait une plus grande concentration du secteur.

Lorsque les entreprises ne sont pas liées par un actionnariat commun ou par des participations croisées, le delta IHHM est nul et l'IHHM équivaut à l'IHH classique (autrement dit, l'IHH classique est une généralisation de l'IHHM sous l'hypothèse que les entreprises ne sont pas liées par des participations).

35. Toutefois, il est possible que les théories relatives aux effets unilatéraux décrites plus haut simplifient exagérément les incitations des investisseurs institutionnels. Une évaluation de la rentabilité des effets unilatéraux du point de vue d'un investisseur détenant un portefeuille diversifié devrait prendre en compte l'intégralité de ce portefeuille plutôt que s'intéresser uniquement aux participations des investisseurs dans

un marché donné. Lorsqu'un investisseur possède des participations diversifiées dans de nombreux secteurs de l'économie, les entreprises de son portefeuille peuvent avoir des relations entre elles comme clients ou comme fournisseurs. Par conséquent, si des participations diversifiées au sein d'un même secteur sont susceptibles de créer des incitations de nature à entraîner des résultats anticoncurrentiels, des participations diversifiées dans différents secteurs sont susceptibles de contrebalancer ces incitations (voir, par exemple Rock et Rubinfeld 2017).

36. Le degré auquel l'actionnariat commun incite les investisseurs institutionnels à favoriser les effets unilatéraux dépend donc des autres participations de leur portefeuille. Les investisseurs dans les marchés européens des services financiers de détail peuvent, par exemple, avoir moins d'effets directs sur les entreprises en aval que dans le cas de secteurs de production industrielle.

37. Lorsqu'un investisseur institutionnel détenant un portefeuille diversifié est effectivement incité à favoriser des augmentations unilatérales de prix, le degré auquel se font sentir ces augmentations dépend de la capacité de l'investisseur à faire en sorte que la direction de l'entreprise poursuit ses intérêts. Autrement dit, un investisseur institutionnel détenant un portefeuille diversifié possédant des participations minoritaires dans des entreprises devrait s'assurer que ces entreprises internalisent l'effet de la substitution entre elles.

38. La section 4.2 vise à décrire les mécanismes d'influence dont disposent les investisseurs institutionnels, c'est-à-dire la **capacité** des investisseurs institutionnels à favoriser les effets décrits plus haut. Cette section présente également les critiques apportées aux théories portant sur ces mécanismes.

4.1.2. Théories sur l'existence d'un préjudice impliquant des effets coordonnés

39. L'actionnariat commun pourrait également entraver la concurrence s'il incite les investisseurs institutionnels à favoriser la coordination entre les entreprises de leurs portefeuilles. Un investisseur qui détient des actions dans plusieurs entreprises d'un secteur pourrait jouer un rôle d'« instigateur d'une entente » (Rock et Rubinfeld, 2017, p. 4), en faisant passer les informations entre les parties et en surveillant le respect de l'entente. Les gains théoriques retirés par l'investisseur seraient une part des rentes supplémentaires obtenues par chaque entreprise.

40. Ce type de coordination est bien connu des autorités de la concurrence, dans le sens où il s'apparente au rôle qu'une association professionnelle pourrait, par exemple, jouer en facilitant des pratiques d'entente. Une étude universitaire récente a conseillé aux investisseurs détenant des participations dans des entreprises concurrentes et aux services de ces entreprises chargés des relations avec les investisseurs de ne pas aborder la politique de tarification et d'autres sujets qui pourraient favoriser un accord de collusion (voir, par exemple, Rock et Rubinfeld, 2017, p. 35).

41. Si l'actionnariat commun n'est pas nécessaire pour que des entreprises soient incitées à s'entendre entre elles, il pourrait inciter les actionnaires détenant des participations horizontales à empêcher que se produisent des écarts par rapport à une situation de collusion (au-delà des incitations qui existeraient pour des propriétaires d'entreprises membres d'ententes sans liens les unes avec les autres, voir, par exemple, Patel, à paraître). Cela s'explique par le fait que tout gain retiré de ce type d'écarts serait, en présence d'un actionnariat commun, au moins partiellement compensé par la perte des profits de la collusion des autres entreprises concernées par l'actionnariat commun.

Toutefois, un investisseur doit être disposé à avoir un rôle actif dans la coordination de l'entente, engageant sa responsabilité en droit de la concurrence, pour avoir un impact sur la probabilité de déviation de l'entreprise.

42. Cependant, l'impact réel de l'actionnariat commun sur la probabilité et la viabilité d'une entente n'est peut-être pas toujours clair. Ainsi, certains font remarquer que dans des marchés concentrés, où la coordination rendue possible par l'actionnariat commun a le plus de chances de réussir, on peut ne pas savoir si le parallélisme des prix, des restrictions de production ou d'autres formes de production sont la conséquence directe de l'actionnariat commun. En d'autres termes, les entreprises peuvent être incitées à s'entendre entre elles de façon tacite indépendamment des liens de propriété qui existent entre elles (voir Rock et Rubinfeld, 2017)

43. En outre, la simple existence d'un actionnariat commun peut contre intuitivement inciter les entreprises à ne pas se conformer à un accord de collusion. L'actionnariat commun pourrait en effet réduire le coût de la sanction s'il produit des effets unilatéraux (Patel, 2017, pp. 52-53). La situation non coopérative qui résulterait de la sanction serait plus favorable que celle sans actionnariat commun. Un document récent propose un modèle qui concorde avec ce résultat, en particulier dans le cas où il existe une certaine probabilité qu'une entente soit détectée par une autorité de la concurrence, ce qui réduit les bénéfices attendus de la collusion (Paha et de Haas, 2016).

44. Une étude récente tente de déterminer si des éléments empiriques étaient l'existence d'un lien entre coordination et actionnariat institutionnel commun. Pour cela, elle analyse un échantillon d'entreprises américaines cotées entre 1980 et 2014 et montre que les entreprises ayant un actionnariat commun : 1) ont plus de chances de participer à des coentreprises, des alliances stratégiques et d'autres formes explicites de coordination et 2) présentent un niveau plus élevé de productivité, d'innovation et de marge brute d'exploitation, ce qui laisse à penser que ces entreprises coopèrent de façon implicite dans leurs activités de R-D et sont susceptibles de partager leurs connaissances. Il apparaît que cette coopération est associée à des taux de croissance des parts de marché relatives plus forts, des bénéfices plus importants et, par conséquent, un cours des actions plus élevé (He et Huang, à paraître).

45. En somme, il arrive que les entreprises aient la possibilité de s'entendre entre elles avec la médiation de leurs actionnaires communs, en particulier dans les secteurs concentrés lorsque ces actionnaires détiennent une part importante de l'entreprise. Toute tentative clairement affirmée de favoriser la coordination serait sanctionnée par la législation antitrust en vigueur. De fait, Rock et Rubinfeld (2017) conseillent aux investisseurs institutionnels de mettre en place une politique de conformité pour parer à ce risque. Toutefois, l'impact global de l'actionnariat commun sur la probabilité d'une collusion tacite dépend significativement de la prédisposition d'un secteur à la collusion (en fonction de facteurs comme l'homogénéité des produits et les interactions sur plusieurs marchés) et de la capacité d'un investisseur à encourager et à favoriser la réussite d'un accord de collusion. Cette capacité est étudiée dans la section 4.2 ci-dessous.

4.2. Mécanismes permettant à l'actionnariat commun d'influencer le comportement des entreprises

46. Comme expliqué plus haut, des investisseurs détenant des actions dans différentes entreprises concurrentes peuvent tirer profit d'effets unilatéraux ou d'une coordination entre ces entreprises.

47. Dans la littérature sur le sujet, la principale question est de savoir si la direction et les membres du conseil d'administration d'entreprises liées par le fait que les mêmes investisseurs détiennent des participations minoritaires de leur capital agissent en fonction des intérêts financiers de ces investisseurs. La réponse est affirmative, pour Posner et al. qui estiment que « lorsque des institutions ont une incitation et la capacité à affaiblir la concurrence, il est probable qu'elles trouvent un moyen d'y parvenir » (à paraître, p. 14). En revanche, plusieurs auteurs avancent que les intérêts des investisseurs sont trop différents et que l'influence est souvent trop faible pour arriver à ce résultat.

48. Cette section étudie plusieurs mécanismes possibles par le biais desquels l'actionnariat commun est susceptible d'influence le comportement des entreprises : une influence directe des investisseurs institutionnels détenant des actions dans une entreprise (autrement dit leur capacité à prendre l'initiative et à favoriser des résultats anticoncurrentiels), des incitations sous-jacentes qui amènent les dirigeants à agir en fonction des intérêts des actionnaires détenant un portefeuille diversifié sans influence directe et la passivité des investisseurs institutionnels.

4.2.1. Influence directe par les investisseurs institutionnels

49. Le mécanisme le plus simple par lequel l'actionnariat institutionnel commun peut conduire une entreprise à adopter à une pratique anticoncurrentielle est l'exercice d'une influence directe pour encourager ce type de comportement. Puisque les investisseurs institutionnels détiennent généralement des participations minoritaires, toute stratégie directe suppose que l'investisseur a un contrôle effectif, ou au moins une influence suffisante (comme expliqué à la section 2, la détention d'actions ne se traduit pas toujours par une influence sur la conduite de l'entreprise).

50. Azar et al. (2017) identifie deux moyens principaux par lesquels des investisseurs institutionnels sont susceptibles d'exercer une influence directe sur la conduite d'une entreprise : le vote et la prise de parole.

Vote

51. Les détenteurs d'actions avec droit de vote, comme les actions ordinaires, ont la capacité de se prononcer sur le choix du conseil d'administration d'une entreprise ainsi que sur des changements fondamentaux dans la stratégie de l'entreprise, la structure de participation ou le portefeuille (découlant d'une acquisition) ainsi que la rémunération de la direction (voir OCDE, 2015).

52. Les investisseurs institutionnels qui souhaitent encourager l'adoption de pratiques anticoncurrentielles qui accroîtraient la valeur de leurs portefeuilles dans un secteur pourraient par conséquent en théorie utiliser leurs votes pour soutenir le choix de membres de conseil d'administration et de stratégies conformes à cet objectif. La probabilité que le résultat souhaité par l'investisseur institutionnel se produise dépend de plusieurs facteurs.

53. Il s'avère instructif de prendre l'exemple d'une décision stratégique qui devrait être rentable pour l'entreprise, mais qui devrait faire diminuer la valeur du portefeuille d'un investisseur institutionnel détenant des participations dans tout un secteur dans le sens où cette décision met en opposition les intérêts des investisseurs détenant un portefeuille diversifié et ceux des investisseurs détenant un portefeuille non diversifié. Si les seconds possèdent ensemble plus d'actions avec droit de vote que les premiers alors la décision sera rejetée. Toutefois, cela peut parfois se passer autrement dans la pratique.

54. En particulier, les investisseurs institutionnels détenant un portefeuille diversifié peuvent ne pas avoir besoin d'une majorité absolue pour influencer l'issue d'un vote. Comme expliqué à la section 3, les fonds de placement gérés passivement (ainsi que certains fonds de placement gérés activement) qui suivent une stratégie de diversification clairement affirmée détiennent une proportion de plus en plus grande des actions des entreprises. Même si dans de nombreux cas, ces fonds n'ont pas la majorité absolue des actions avec droit de vote dans une entreprise, leur influence peut être décisive pour plusieurs raisons :

- **La faible présence lors des assemblées d'actionnaires et la faible participation lors des votes** des investisseurs minoritaires non institutionnels, particuliers par exemple, pourraient accroître l'influence d'investisseurs institutionnels décidés[20]. Le modèle défini par Hansen et Lott (1996) souligne que le niveau d'engagement des investisseurs qui détiennent un portefeuille non diversifié joue un rôle essentiel dans la prise de décisions d'une entreprise.
- En outre, **les investisseurs institutionnels détiennent, dans de nombreux cas, une proportion plus élevée des actions** que le reste des investisseurs. Ainsi, détenir 25 % des actions d'une entreprise peut suffire pour avoir un contrôle effectif sur l'entreprise si aucun autre actionnaire ne possède plus de 1 % des actions (O'Brien et Salop, 2000, p. 577). Par conséquent, un actionnariat dispersé, du fait par exemple d'une forte proportion d'actions dispersées négociables, peut être un facteur déterminant de l'influence que peuvent exercer les investisseurs institutionnels.
- Enfin, si des **investisseurs détenant un portefeuille diversifié votent en bloc (en formant une coalition de vote stable), l'effet marginal de leurs votes pourrait s'avérer décisif**. De fait, des études montrent que même des investisseurs passifs réunis ensemble exercent un degré substantiel d'influence sur les entreprises, en particulier en ce qui concerne la gouvernance et la structure de propriété de l'entreprise (voir par exemple Appel et al., à paraître). En outre, le fait que les investisseurs institutionnels ont recours aux services de conseillers en vote par procuration, qui analysent les décisions de vote des actionnaires et font des recommandations, peut renforcer la stabilité des coalitions de vote (voir, par exemple, la concentration des droits de vote dans les mains de conseillers en vote par procuration en Australie, décrits par Muraca et Freeman, 2017).

Critiques

55. Plusieurs critiques de l'idée selon laquelle le vote constitue un canal direct d'influence permettant aux investisseurs institutionnels d'encourager des pratiques anticoncurrentielles ont été avancées.

- **Il arrive que les intérêts des investisseurs institutionnels détenant des portefeuilles diversifiés ne concordent pas, ce qui mine la stabilité d'une coalition de vote.** S'il n'est pas nécessaire que des investisseurs institutionnels

détenant des portefeuilles diversifiés aient la majorité absolue des actions pour orienter les décisions d'une entreprise, leur capacité à former systématiquement un groupe de votants unis reste incertaine. La disparité et parfois la modification rapide des portefeuilles des investisseurs institutionnels constituent un obstacle important à l'existence d'un bloc de votants commun (Rock et Rubinfeld, 2017). La disparité des participations dans un secteur, c'est-à-dire le fait que certains investisseurs institutionnels détiennent des actions dans des entreprises contrairement à d'autres, par exemple, crée des incitations divergentes.

Cette disparité peut également jouer sur les incitations de certains gestionnaires de fonds de placement. Les fonds de placement actifs sont en concurrence les uns avec les autres sur la base de leur performance nette de frais et de leur profil de risque. Si un investisseur institutionnel réussissait à obtenir qu'une entreprise augmente unilatéralement son prix, cette augmentation profiterait aux concurrents de cette entreprise. Cette situation conduirait à un effet de passager clandestin, où des fonds de placement n'ayant investi que dans les concurrents de cette entreprise enregistraient une meilleure performance que l'investisseur institutionnel qui a encouragé l'augmentation unilatérale de prix. En d'autres termes, les effets unilatéraux soutenus par un investisseur institutionnel pourraient profiter davantage aux fonds de placement concurrents (voir O'Brien et Waehrer, 2017, pp. 32-33).

- **Les votes des investisseurs institutionnels qui ne suivent pas les recommandations des dirigeants d'une entreprise sont plutôt rares.** Si des investisseurs institutionnels peuvent être incités à voter en fonction de l'ensemble de leur portefeuille plutôt que des actions qu'ils détiennent dans une entreprise donnée, il n'est, en revanche, pas certain qu'ils agissent ainsi. La prévalence des votes contraires aux recommandations de la direction est généralement faible (OCDE, 2011) et de nombreux investisseurs institutionnels ont recours aux services de conseillers en vote par procuration (voir, par exemple, GAO, 2016) pour formuler des recommandations de vote qui ne tiendraient pas compte des liens entre les entreprises découlant d'un actionnariat commun. Ainsi, une étude a montré que les propositions concernant la rémunération de la direction étaient approuvées dans 92 % des cas par les actionnaires (Rock et Rubinfeld, 2017, p. 17), bien que ce résultat puisse également prouver que les structures dirigeantes existantes ont une incidence favorable sur les participations horizontales des investisseurs institutionnels (suivant Elhauge 2017, p. 4).
- **En outre, l'éventail des questions soumises au vote des actionnaires peut limiter l'influence des investisseurs détenant un portefeuille diversifié dans un secteur.** D'après Rock et Rubinfeld, « rien n'indique que les actionnaires décident de leur vote en fonction d'une stratégie concurrentielle ni que les dirigeants ne présentent un programme orienté vers une stratégie concurrentielle pour être choisis » (2017, p. 17). Au contraire, les informations sur les candidats au conseil d'administration portent généralement surtout sur leur expérience et leurs qualifications (plutôt que sur leurs propositions en matière de stratégie pour l'entreprise).
- **Enfin, d'autres actionnaires pourraient avoir un intérêt évident à faire obstacle à toute stratégie anticoncurrentielle qui profiterait aux actionnaires détenant des actions dans les concurrents de l'entreprise.** En particulier, les investisseurs qui détiennent un portefeuille non diversifié pourraient accroître la valeur de leur portefeuille en contrant toute tentative de prise de décision

unilatérale internalisant la rentabilité d'entreprises concurrentes (Rock et Rubinfeld, 2017, p. 26).

56. Par conséquent, il est difficile de déterminer si des investisseurs institutionnels ont la capacité de faire en sorte que les choix stratégiques d'une entreprise tiennent compte de leurs participations dans d'autres entreprises par le biais du vote. Cela étant, le vote n'est pas le seul mécanisme par lequel des actionnaires peuvent influencer directement les décisions de la direction d'une entreprise. Azar et al. qualifient le vote de « méthode dure », qui, en règle générale, n'est utilisée que lorsque la « méthode douce » du dialogue informel reposant sur le canal de la prise de parole ne porte pas ses fruits (Azar et al., 2017, p. 36).

Prise de parole

57. Les investisseurs peuvent influencer les décisions des dirigeants d'une entreprise non seulement par leur vote, mais aussi en échangeant directement avec eux. Une enquête réalisée auprès d'investisseurs institutionnels a montré que ces derniers préféraient entrer en relation avec les dirigeants ou les membres du conseil d'administration d'une entreprise dans un cadre informel, c'est-à-dire en dehors des assemblées des actionnaires officiellement organisées, afin d'influer sur la conduite de l'entreprise (McCahery et al., à paraître). Ces interactions peuvent être plus fréquentes et avoir une portée plus large que les votes en bonne et due forme des actionnaires.

58. Les investisseurs institutionnels disposent d'autres moyens pour prendre la parole, ils peuvent notamment déclarer publiquement quelle est la meilleure ligne d'action d'après eux et demander un siège au conseil d'administration. Les fonds de placement passifs comme BlackRock et Vanguar ont mis l'accent sur leurs fréquents échanges directs avec les dirigeants des entreprises de leurs portefeuilles (Azar et al., 2017). L'exemple récent suivant illustre comment ce type d'échanges peut conduire aux effets sur la concurrence mentionnés plus haut : des représentants de grands fonds communs de placement américains ont rassemblé des représentants de sociétés pharmaceutiques lors d'une réunion en 2016, les encourageant à maintenir les niveaux de prix et à présenter un front uni aux consommateurs et aux décideurs politiques (Chen, 2016).

59. Les échanges menés par des investisseurs institutionnels tendent à porter davantage sur des questions générales de gouvernance ou de stratégie que sur des considérations tactiques à court terme. En particulier, 42 % des investisseurs interrogés lors d'une enquête récente estimaient que la menace de vendre des actions était un moyen efficace pour que la direction de l'entreprise suive leurs préférences, sans avoir à voter en faveur d'un changement de direction (McCahery et al., à paraître).

Critiques

60. Toutefois, plusieurs doutes ont été émis quant au pouvoir d'influence de la prise de parole d'un investisseur institutionnel. Il est possible que la menace de vendre des actions soit moins crédible pour les investisseurs passifs qui cherchent à suivre la performance d'un indice, car si elle était mise à exécution, elle minerait la performance (mesurée en fonction de l'écart par rapport à l'indice) et son effet sur le cours de l'action pourrait être atténué par une forte liquidité du marché (McCahery et al., à paraître). On a également observé une préférence de la part de certains fonds à rester passifs, ces derniers ont même vendu des actions pour éviter de jouer un rôle actif dans une entreprise (Davis, 2008). Sur le plan pratique, si la décision de vendre des actions peut concerner une entreprise, le vote se fait à l'échelle du fonds, ce qui laisse à penser que le mécanisme

par lequel une menace de vente peut influencer les décisions de l'entreprise peut être complexe (Rock et Rubinfeld 2017, p. 14).

61. Plus généralement, malgré leurs déclarations publiques, il n'est pas non plus certain que les investisseurs institutionnels choisissent d'exercer toute la gamme d'influence dont ils disposent en théorie. La majorité d'investisseurs institutionnels déclare qu'au plus cinq de leurs agents sont chargés des relations avec les entreprises de leur portefeuille (voir, par exemple, Çelik et Isaksson, 2014, p. 109, et McCahery et al.) – une contrainte qui pourrait être particulièrement prononcée pour les fonds de placement passifs qui cherchent à réduire leurs frais au maximum et qui détiennent des actions de centaines d'entreprises. Il n'est donc pas certain que les investisseurs institutionnels conçoivent vraiment la gouvernance d'entreprise autrement que par une approche « normée » décrite par Posner et al. (à paraître, p. 6).

62. Enfin, il peut exister un conflit d'intérêts entre des investisseurs institutionnels qui, d'une part, gèrent et votent des actions pour le compte de leurs clients et, d'autre part, sont payés par des entreprises (y compris des entreprises de leur portefeuille) pour gérer des fonds de pension et d'autres fonds de placement (voir, par exemple, Davis, 2008). Relativement peu d'études ou de débats ont envisagé la possibilité que les investisseurs institutionnels s'abstiennent d'exercer une influence agressive sur la gouvernance des entreprises de leur portefeuille dans le but d'obtenir d'autres contrats de ces entreprises.

63. Ainsi, les investisseurs institutionnels déclarent avoir des échanges directs avec les dirigeants d'une entreprise, souvent avant d'exercer leur droit de vote pour exprimer leur désaccord. Toutefois, même si de nombreux exemples empiriques de ce type de relations ont été relevés, il n'est pas certain que les investisseurs institutionnels aient la capacité ou la volonté d'établir d'étroites relations avec la majorité des entreprises de leur portefeuille.

4.2.2. Incitations sous-jacentes de la direction d'une entreprise

64. Les investisseurs institutionnels diversifiés disposent de plusieurs moyens pour exercer une influence directe sur la direction d'une entreprise, mais des études récentes sur l'actionnariat commun soulignent qu'il n'est pas nécessaire que les investisseurs et la direction communiquent entre eux pour que des effets sur la concurrence apparaissent (voir par exemple Elhauge, 2016 ; Azar, 2017 ; Patel, à paraître). En particulier, la direction peut être obligée ou incitée à agir en fonction des intérêts des actionnaires détenant un portefeuille diversifié.

65. Les dirigeants d'entreprise connaissent l'identité de leurs actionnaires et vraisemblablement ils sont particulièrement sensibles aux opinions des investisseurs institutionnels détenant d'importants blocs d'actions, ce qui entraîne un changement tacite de leur comportement. Les gestionnaires pourraient, par exemple, prendre en compte de façon implicite l'impact d'une décision économique sur la valeur pondérée du portefeuille de leurs actionnaires, comme le montrent les modèles décrits dans l'encadré 5 plus haut.

66. Même si les principaux leviers de l'influence directe des investisseurs institutionnels, à savoir la vente d'actions ou le vote en faveur du remplacement de la direction, ne sont pas utilisés ou s'avèrent inefficaces, la prise de parole publique des investisseurs institutionnels pour exprimer leur mécontentement ne donne pas une bonne image de la direction et peut avoir une incidence sur l'opinion des autres actionnaires.

Ainsi, la direction peut chercher activement à éviter de subir l'insatisfaction des gros actionnaires, même sans être explicitement « menacée ».

67. Certaines catégories d'investisseurs institutionnels, en particulier les fonds indiciels, peuvent être implicitement considérées comme un bloc unique par les dirigeants d'une entreprise, compte tenu de leurs intérêts globalement semblables. Cette approche accroîtrait le poids des investisseurs institutionnels dans l'esprit des dirigeants et favoriserait les mesures visant à satisfaire les intérêts de ces investisseurs.

68. D'autres raisons pour lesquelles les dirigeants d'entreprises tiennent compte des intérêts des investisseurs institutionnels sans y être contraints ont été mises en évidence par Elhauge, à savoir notamment « par gratitude, pour obtenir un soutien lors des prochaines élections, pour améliorer leurs perspectives d'emploi, car les modalités de la rémunération des dirigeants sont alignées sur les intérêts des actionnaires » (2016, p. 1270). La rémunération et l'obligation fiduciaire de la direction sont traitées plus en détail ci-après.

Rémunération des dirigeants

69. La rémunération des dirigeants est un puissant facteur d'incitation amenant ces derniers à donner une certaine orientation au comportement et aux stratégies de l'entreprise. D'un point de vue conceptuel, lier la rémunération aux résultats de l'entreprise (réalisation d'objectifs en termes de chiffre d'affaires ou de rentabilité, cours de l'action) peut contribuer à aligner les intérêts de la direction sur ceux des actionnaires. La recherche a permis de préciser cette idée. Ainsi, Holmstrom a recommandé que la rémunération soit déterminée en fonction du rendement d'une entreprise *par rapport au marché*, car cela éliminerait certains problèmes d'agence et « conduirait à un meilleur partage des risques » (1982, p. 339).

70. Toutefois, dans la pratique, les mécanismes d'incitation mis en œuvre dans les systèmes de rémunération et d'avantages des dirigeants sont souvent opaques et liés à la performance de l'ensemble du marché plutôt qu'à la performance relative de l'entreprise (voir, par exemple, OCDE, 2009, p. 19 ; Jenter et Kanaan (2006)). Notamment, la valeur des options sur actions, qui est une composante habituelle des systèmes de rémunération et d'avantages des dirigeants, dépend à la fois des résultats du secteur et de ceux de l'entreprise, et n'incite donc pas un dirigeant à poursuivre des stratégies qui pourraient être préjudiciables au secteur et favorables à l'entreprise.

71. Plusieurs articles récents constatent que lier la rémunération des dirigeants aux résultats de l'ensemble d'un secteur peut aligner les incitations des dirigeants d'une entreprise sur ceux des investisseurs institutionnels détenant un portefeuille diversifié dans le secteur. Cette mise en adéquation pourrait théoriquement se faire aux dépens des investisseurs détenant un portefeuille non diversifié, qui préféreraient une concurrence plus agressive améliorant les résultats de l'entreprise au détriment de ses concurrents.

72. Anton et al. (2016) construisent un modèle théorique et réalisent une analyse empirique pour étudier ces incitations théoriques. Ils montrent que les dirigeants sont plus souvent rémunérés en fonction des résultats du secteur que de ceux l'entreprise lorsque les entreprises du secteur sont liées par des liens étroits en termes d'actionnariat commun. De plus, d'après leur étude, un degré élevé d'actionnariat commun conduit à une rémunération sans condition de la direction et il s'avère que les fonds de placement passifs approuvent toujours les systèmes de rémunération et d'avantages de la direction, ce qui laisse penser que ces fonds sont favorables au statu quo (Anton et al, 2016, p. 1).

73. Schmalz (2015) donne un exemple empirique où des investisseurs institutionnels ont fait échec à la tentative d'un investisseur activiste de pousser l'entreprise à mener une concurrence plus agressive dans sa caractérisation. Dans cet exemple, les fonds de placement passifs ont voté contre une campagne visant à : 1) encourager l'entreprise à parvenir à la « meilleure croissance du chiffre d'affaires de sa catégorie » (c'est-à-dire accroître les résultats relatifs de l'entreprise) et 2) gagner des parts de marché grâce à des investissements plus offensifs dans la R-D. Cette campagne critiquait également la décision de la directrice générale de l'entreprise de vendre une part importante de ses actions (réduisant ainsi sa participation financière dans l'entreprise) et d'offrir un règlement favorable à un concurrent dans un litige en matière de licence. Schmalz déclare que « les manuels considèreraient toutes ces mesures comme des améliorations renforçant la gouvernance d'entreprise de DuPont ».

74. Après le rejet de la campagne, Schmalz constate que le cours des actions de l'entreprise en question a baissé, alors que celui du principal concurrent de l'entreprise a augmenté[21]. En particulier, Schmalz a également observé qu'il existait un niveau significatif d'actionnariat commun entre les deux entreprises : trois grands investisseurs institutionnels détenaient une part combinée de plus de 15 % dans chaque entreprise. Ces deux firmes « dominaient » ensemble, pour reprendre les termes de Schmalz, un marché qui constituait la majeure partie du chiffre d'affaires de l'une des entreprises.

Critiques

75. L'idée selon laquelle les systèmes de rémunération et d'avantages de la direction peuvent créer des incitations à agir dans l'intérêt des investisseurs détenant un portefeuille diversifié, au détriment des autres investisseurs, a fait l'objet de certaines critiques. O'Brien et Waehrer soutiennent que la rémunération aux résultats par le biais d'options d'actions notamment, « incite un dirigeant à maximiser les profits de l'entreprise, et ne l'incite pas à prendre des mesures qui augmentent les profits du secteur au détriment de ceux de son entreprise » (2017, p. 5).

76. De plus, l'analyse d'Anton et al. qui établit un lien entre actionnariat commun et rémunération en fonction de la performance du secteur a été critiquée pour son utilisation d'un indice Herfindahl-Hirschman modifié (voir la section 4.4 pour plus de détails) et de pour la source de ses données (Rock et Rubinfeld, 2017). Toutefois, compte tenu du débat vigoureux sur la question, le canal d'influence que constitue la rémunération des dirigeants est un problème possible important qui mérite d'être approfondi.

77. En outre, l'existence d'une obligation fiduciaire juridiquement contraignante pourrait réduire la probabilité qu'un dirigeant ou un conseil d'administration serve les intérêts d'investisseurs détenant un portefeuille diversifié dans un secteur d'activité donné, au détriment des investisseurs qui détiennent un portefeuille non diversifié. En général, le conseil d'administration et les dirigeants d'une entreprise ont une obligation fiduciaire envers les actionnaires et, dans certains cas, envers l'entreprise elle-même. Par exemple, dans plusieurs pays la législation prévoit pour les membres du conseil d'administration d'une entreprise (OCDE, 2015, p. 60) :

- un **devoir de diligence** qui impose « aux administrateurs d'agir en toute connaissance de cause, de bonne foi, avec toute la diligence et le soin requis » ;
- un **devoir de loyauté** envers l'entreprise et tous ses actionnaires sur lequel reposent le traitement équitable des actionnaires et la politique de rémunération.

78. Toute mesure visant à accorder des avantages à un groupe d'actionnaires par rapport aux autres, comme le délit d'initié, est considérée comme une violation du devoir de loyauté en ce qui concerne l'équité du traitement qui dit être réservé à tous les actionnaires. Par conséquent, les membres du conseil d'administration seraient tenus de ne pas permettre que l'entreprise adopte des stratégies servant les intérêts d'un groupe d'actionnaires au détriment d'un autre, notamment celles qui conduisent à renoncer à la maximisation des profits de l'entreprise et à chercher à favoriser la maximisation des profits du secteur conformément aux intérêts de l'actionnariat commun.

79. Ainsi, même si en théorie les intérêts des investisseurs institutionnels pouvaient être poursuivis au détriment de ceux des investisseurs détenant un portefeuille non diversifié, dont l'influence est susceptible d'être moins concentrée, moins organisée ou exploitée, une telle situation constituerait une violation de l'obligation fiduciaire et pourrait, dans de nombreux pays, engager la responsabilité des membres du conseil d'administration et de la direction. Ce constat remet en question l'hypothèse d'un contrôle proportionnel utilisée dans les récents modèles théoriques de l'actionnariat commun, qui suppose que la direction tient compte des intérêts des actionnaires proportionnellement à leur participation dans l'entreprise (voir par exemple O'Brien et Waehrer, 2017, p. 6).

80. Toutefois, l'obligation fiduciaire peut avoir un impact limité sur les manifestations de l'actionnariat commun en termes de comportement des entreprises dans la pratique. Il est possible que les poursuites judiciaires pour violation d'une obligation fiduciaire aient des chances de succès limitées (O'Brien et Salop, 2000, p. 580-581). De plus, puisque tous les actionnaires tireraient profit d'un comportement collusoire facilité par l'actionnariat commun, l'obligation fiduciaire ne résout pas à elle seule à tous les problèmes de concurrence associés à l'actionnariat commun.

La passivité des investisseurs institutionnels comme mécanisme d'influence

81. Il existe une autre manière dont l'actionnariat institutionnel commun peut influer sur la gestion de l'entreprise : la passivité. En s'abstenant de jouer un rôle actif en exerçant des pressions en faveur d'une concurrence agressive, rôle qui conviendrait sans doute bien aux gestionnaires professionnels de grands blocs d'actions, les investisseurs institutionnels contribuent-ils à un affaiblissement de la concurrence et, éventuellement, à une collusion tacite par l'inaction ? Elhauge soutient qu'« il suffit que les investisseurs institutionnels soient incités à ne pas exercer leurs droits en matière de gouvernance d'entreprise de demander la maximisation de la performance individuelle de l'entreprise et non celle du secteur » (2016, p. 1270).

82. Comme expliqué plus haut, un investisseur actif dont le portefeuille n'est pas diversifié dans un secteur d'activité donné pourrait avoir des incitations différentes à celles d'un investisseur dont le portefeuille est pleinement diversifié dans ce secteur. Le premier pourrait avoir davantage tendance, par exemple, à encourager la direction de l'entreprise à adopter des stratégies qui permettent à l'entreprise de gagner des parts de marché. Ces stratégies supposent un effort et une prise de risques de la part de la direction, comme mener des activités de recherche et de développement, conquérir de nouveaux marchés après avoir mené des études de marché, réduire les prix et accroître la capacité de production (voir par exemple Azar et al, 2017, pp. 31-32).

83. Il n'est pas certain que les dirigeants accepteraient de déployer ces efforts et de prendre ces risques sans la pression des investisseurs, en particulier lorsque la politique de rémunération donne moins d'importance aux résultats de l'entreprise, comme décrit

plus haut. Sans l'influence active d'investisseurs importants tels que les investisseurs institutionnels, on pourrait s'attendre à ce que la direction évite de prendre ces risques et de fournir ces efforts lorsqu'ils ne se traduisent pas par des gains personnels certains. Sur cette question, Anton et al. décrivent comment les investisseurs institutionnels permettent aux gestionnaires de « mener une vie tranquille... avec des incitations fixes, des marges bénéficiaires élevées et une concurrence faible. En fait, [les investisseurs institutionnels] peuvent contribuer à arriver à cette situation simplement en évinçant les investisseurs activistes et parfois en votant contre les propositions de ces derniers qui, autrement, essaieraient de pousser l'entreprise à mener une concurrence plus vive » (2016, p. 37).

4.3. Gains d'efficience et autres avantages possibles de l'actionnariat commun

84. Contrairement aux théories sur les effets anticoncurrentiels de l'actionnariat commun décrites plus haut, certaines études ont mis en évidence des gains d'efficience et d'autres avantages possibles associés à l'actionnariat commun. Dans la mesure où ces avantages sont avérés et répercutés sur les consommateurs, ils devraient faire partie de toute analyse visant à déterminer les effets de l'actionnariat commun sur la concurrence.

85. En théorie, l'actionnariat commun peut engendrer le type de gains d'efficience généralement associé aux fusions. Un investisseur institutionnel pourrait faciliter une collaboration fructueuse, comme une négociation conjointe avec les fournisseurs pour réduire les coûts, une coordination en matière de R-D ou le partage de connaissances techniques (voir, par exemple, He et Huang, à paraître, et Grossman et Shapiro, 1986). Ces gains d'efficacité pourraient être évalués comme dans le contexte d'une fusion, compte tenu de leur ampleur, de leur degré de répercussion sur les consommateurs et des risques découlant des effets coordonnés.

86. En outre, l'actionnariat commun pourrait en théorie générer des gains d'efficience qui profiteraient aux clients des fonds de placement, ou aux marchés de capitaux en général, plutôt qu'aux clients des entreprises en question (discutés par Baker, 2016, Posner et al. à paraître et Patel, à paraître). Les clients tirent avantage du fait que les investisseurs institutionnels offrent un niveau de diversification qu'ils pourraient difficilement atteindre seuls. Les marchés financiers pourraient profiter de la liquidité fournie par les fréquentes opérations des investisseurs institutionnels (par exemple, les opérations de rééquilibrage de portefeuille effectuées par les fonds indiciels pour suivre la performance de leur indice cible). Enfin, les investisseurs institutionnels disposant de ressources suffisantes pourraient acquérir des connaissances propres à un secteur, ce qui accroîtrait leur influence en matière de gouvernance d'entreprise des entreprises de leur portefeuille, au profit de leurs clients (voir, par exemple, OCDE, 2011).

4.3.1. Critiques

87. Les gains d'efficience réels générés par l'actionnariat commun peuvent être plus incertains qu'expliqué plus haut. Ainsi, Elhauge (2016) postule que les gains d'efficience qui découlent normalement des fusions classiques ne se manifestent pas dans les opérations relevant de l'actionnariat commun. De plus, il soutient que « presque tous les avantages en matière de diversification pourraient être obtenus en investissant dans une entreprise dans chaque marché » (ibid., p. 1303-1304).

88. Les gains d'efficacité théoriques engendrés par l'actionnariat commun peuvent aussi être comparés à ceux produits par les participations croisées. Les entreprises acquièrent à titre de placement des participations minoritaires dans d'autres entreprises

pour diverses raisons, notamment pour répartir les coûts et les risques, avoir accès à de nouvelles technologies ou à des pratiques de gestion innovantes, nouer et renforcer des relations commerciales, faciliter l'accès à de nouveaux marchés, enfin, mener des activités communes comme la R-D (voir OCDE, 2008). La preuve de l'existence de gains d'efficacité ne semble pas avoir été mise en évidence dans le cas de l'actionnariat commun, ce qui concorde avec l'idée selon laquelle les opérations donnant lieu à un actionnariat commun sont réalisées uniquement à des fins de placement.

89. Plus fondamentale, toutefois, est la question de savoir à qui profitent ces possibles gains d'efficience. Les gains d'efficience en matière de diversification, de collaboration et de gouvernance d'entreprise peuvent ne pas engendrer directement des gains de bien-être pour les clients des entreprises en question, et les autorités de la concurrence peuvent donc être réticentes à les accepter – en particulier s'ils s'accompagnent d'effets unilatéraux ou d'une coordination. En d'autres termes, il est peu probable que ces gains d'efficacité hypothétiques profitent, en tout état de cause, aux consommateurs, qui sont au centre de la politique de concurrence. Enfin, si des investissements diversifiés dans un secteur facilitent la coordination, tout avantage en matière de diversification serait réduit au minimum, car les entreprises prendraient des décisions conjointes et seraient donc soumises à des niveaux de risque similaires.

Encadré 6. Principaux points de la section 4 – effets de l'actionnariat commun sur la concurrence

- Deux types de théories sur les effets anticoncurrentiels de l'actionnariat commun ont été avancés. Ces théories présentent les incitations théoriques qui amèneraient les investisseurs institutionnels détenant des participations diversifiées dans un secteur à encourager les pratiques anticoncurrentielles.
  - L'actionnariat commun peut favoriser les augmentations unilatérales de prix (ou les baisses de la qualité). Celles-ci peuvent ne pas être rentables pour l'entreprise, mais être avantageuses pour ses investisseurs s'ils détiennent également des participations dans une ou des entreprises concurrentes.
  - L'actionnariat commun peut créer des incitations supplémentaires pour les investisseurs à faciliter une collusion. Ce risque serait particulièrement élevé dans les secteurs oligopolistiques.
- Ces théories sur les effets anticoncurrentiels supposent que les investisseurs qui détiennent un portefeuille diversifié ont la capacité d'exercer un contrôle, ou du moins une influence, sur les décisions d'une entreprise. De nombreux moyens permettant d'y parvenir ont été mis en évidence et vivement discutés dans la littérature relative à la réglementation anticoncurrentielle. Parmi ces moyens, figurent :
  - l'influence directe (par le biais du vote ou d'échanges directs avec les dirigeants d'une entreprise),
  - les incitations tacites des dirigeants (comme leur rémunération liée à la performance du secteur plutôt que de l'entreprise) et
  - la passivité des investisseurs institutionnels qui n'encouragent pas l'entreprise à mener une concurrence vigoureuse.
- Les critiques remettent en question ces mécanismes d'influence, en insistant notamment sur la disparité des intérêts des investisseurs institutionnels et l'obligation fiduciaire qui impose aux dirigeants d'agir au mieux des intérêts de l'entreprise.
- Plusieurs études ont tenté de mesurer de façon empirique l'impact de l'actionnariat commun sur les prix et sur la rémunération des dirigeants dans les secteurs concentrés et certaines montrent que ce phénomène a un effet préjudiciable. Ces études reposent sur l'interprétation d'une version modifiée de l'indice de Herfindahl-Hirschman (IHHM), dont la validité est controversée.

5. Réponses possibles à l'actionnariat commun

90. Le débat concernant l'impact de l'actionnariat commun sur la concurrence est certes à ces débuts, mais les spécialistes qui sont arrivés à la conclusion que ce phénomène nuisait à la concurrence ont mis en évidence des réponses possibles en termes d'action publique. Cette section présente certaines des réponses proposées ainsi que de nouvelles questions à étudier.

5.1. Mesures proposées en matière de politique de la concurrence

91. Quatre propositions en matière de politique de la concurrence ont récemment été avancées pour répondre aux préoccupations liées à l'actionnariat commun : utiliser le droit de la concurrence existant, imposer des limites quantitatives strictes, établir une zone de sécurité et examiner l'impact des fusions de fonds de placement sur l'actionnariat commun. Ces propositions sont en particulier axées sur le rôle des mécanismes de contrôle des fusions dans l'évaluation de l'actionnariat commun. Étant donné qu'un actionnariat commun donnant lieu à un pouvoir d'influence ou de contrôle sur une entreprise (la définition de ces concepts varie d'une juridiction à l'autre) serait sans aucun doute déjà visé par les règles existantes en matière de contrôle des fusions, l'analyse qui suit porte sur les acquisitions de participations minoritaires non contrôlantes.

5.1.1. Répondre aux problèmes de concurrence éventuels découlant de l'actionnariat commun dans le cadre de la législation existante

Propositions générales

92. L'application du droit de la concurrence en vigueur à l'actionnariat commun n'a pas fait l'objet d'un débat approfondi dans la littérature, sauf dans le cas des États-Unis (exposé plus loin). L'application précise des règles actuelles en matière de fusions (brièvement présentée à la section 2) peut dépendre de l'interprétation du degré de contrôle ou d'influence dont s'accompagne une opération. Toutefois, la plupart des régimes de contrôle des fusions ont peu vraisemblablement la compétence d'examiner les acquisitions de participations minoritaires par des fonds de placement, même si elles se produisent en parallèle et créent une coalition stable d'investisseurs donnant lieu à un contrôle sur les entreprises concernées. Il en va de même pour la plupart des régimes encadrant les ententes pour ce qui est des collusions tacites éventuelles facilitées par l'actionnariat commun ou, du moins, auxquelles il incite. Ainsi, l'application de la législation existante à l'actionnariat commun semble limitée aux acquisitions suffisamment importantes ou aux accords collusoires explicites facilités par des investisseurs institutionnels qui pourraient faire l'objet de poursuites comme n'importe quelle entente avec une partie tierce qui se livre à des pratiques facilitant la coordination.

Propositions spécifiques à la législation américaine

93. Elhauge (2016) estime qu'il n'est pas nécessaire de modifier le droit américain de la concurrence et que les autorités de concurrence ou les parties privées qui peuvent démontrer un préjudice peuvent engager des recours contre des problèmes de concurrence découlant de l'actionnariat commun. Plus précisément, il attire l'attention sur les dispositions de l'article 7 du Clayton Act qui interdisent « toute acquisition d'actions ayant un effet anticoncurrentiel », en faisant remarquer qu'il serait possible d'interpréter l'article comme visant les opérations qui donnent lieu à un actionnariat commun.

94. L'exemption au titre du critère selon lequel l'acquisition est effectuée « uniquement à des fins de placement » (présentées dans l'encadré 7 ci-dessous) pourrait être interprétée comme ne s'appliquant pas au cas de l'actionnariat commun puisque, de l'avis d'Elhauge, les investisseurs institutionnels ont une influence sur les entreprises qu'ils détiennent et n'ont pas un simple rôle passif dans la gestion de l'entreprise.

Encadré 7. Exemption applicable aux acquisitions réalisées « uniquement à des fins de placement »

S'agissant de l'exemption au titre du critère selon lequel l'acquisition est effectuée « *uniquement à des fins de placement* », le demandeur doit démontrer qu'il y a une diminution réelle de la concurrence, alors que selon la disposition générale du Clayton Act, le demandeur doit démontrer seulement qu'il existe des effets probables sur la concurrence. Les principaux éléments de jurisprudence soutiennent l'idée selon laquelle une opération est réalisée *« uniquement à des fins de placement »* lorsque l'acquéreur n'a pas la possibilité d'exercer une influence sur les actions et la conduite des affaires de l'entreprise cible[22]. Au contraire, si l'acquéreur obtient un contrôle actif de l'entreprise dans laquelle il prend une participation, l'acquisition ne sera pas considérée comme étant réalisée « *uniquement à des fins de placement* »[23]. Ce critère n'est pas rempli même lorsque l'acquéreur n'obtient pas le contrôle, mais seulement la capacité d'influencer les actions de l'entreprise cible, par exemple par le biais de droits de représentation lui permettant de désigner un membre du conseil d'administration de l'entreprise cible[24]. De même, l'exemption au titre du critère selon lequel l'acquisition est effectuée « *uniquement à des fins de placement* » n'est pas accordée si l'acquéreur peut avoir accès à des informations sensibles concernant les activités de l'entreprise cible[25].

95. Pour les autorités de concurrence, Elhauge préconise de poursuivre les participations relevant de l'actionnariat commun en vertu du Clayton Act en utilisant une méthode classique, fondée sur l'effet des opérations passées ou éventuelles sur l'IHHM d'un marché (une version modifiée de l'IHH, expliquée dans l'encadré 5 plus haut). En vertu de cette règle, les opérations donnant lieu à un actionnariat commun feraient automatiquement l'objet d'une enquête pour déterminer leurs effets sur les prix i) si elles conduisent à un delta IHHM supérieur à 200 et ii) si elles concernent des secteurs concentrés (où le risque concurrentiel posé par l'actionnariat commun peut être plus prononcé), comme l'indique un IHHM supérieur à 2500.

96. De plus, Elhauge estime qu'en vertu du Clayton Act, les investisseurs institutionnels peuvent être tenus responsables des dommages privés qui résultent d'acquisitions ayant réduit la concurrence.

97. Les investisseurs institutionnels peuvent ne pas être tenus responsables, d'après l'interprétation d'Elhauge, soit en n'acquérant pas d'actions dans des entreprises concurrentes opérant dans des secteurs oligopolistiques, soit en prenant l'« engagement » spécifique de ne pas exercer leurs droits de vote. Il indique que la première stratégie n'entraînerait qu'une perte minime de diversification (« parce que les investisseurs institutionnels peuvent continuer à détenir des participations dans une seule entreprise sur chaque marché concentré et donc à se diversifier dans tous les secteurs de l'économie » (p. 1 314)), et pourrait générer des avantages pour les investisseurs en leur donnant une influence accrue sur la gouvernance d'une entreprise, au moyen d'une participation plus élevée.

98. Elhauge fait également remarquer qu'il est possible que sa proposition ne s'applique pas aux fonds indiciels gérés passivement si leur acquisition d'actions ne dépasse pas le seuil fixé pour le delta IHHM. Selon lui, c'est probablement le cas dans la situation actuelle, étant donné que les fonds indiciels purs détiennent une proportion relativement faible des actions des entreprises (p. 1 316).

Critiques

99. Rock et Rubinfeld (2017) ne sont pas d'accord avec la caractérisation que fait Elhauge du Clayton Act, et en particulier avec les implications de son interprétation étroite de l'exemption applicable aux acquisitions réalisées « uniquement à des fins de placement ». Toutefois, si l'on parvenait à un consensus sur le caractère clairement préjudiciable de l'actionnariat commun à la concurrence sur le marché, Rock et Rubinfeld reconnaissent qu'il serait possible de modifier la législation et de restreindre cette exemption en conséquence.

100. Au-delà de l'interprétation juridique précise, des préoccupations ont été exprimées quant aux difficultés que pose l'application de la proposition d'Elhauge : les interprétations divergentes de l'IHHM et les modifications rapides des portefeuilles de fonds de placement peuvent être une source d'incertitude (voir, par exemple, Posner et al., à paraître).

101. En outre, la charge et le risque que représenterait la définition des marchés concernés par les autorités de la concurrence pour faciliter l'auto-évaluation en matière de conformité par les entreprises pourraient être considérables. Une autorité serait-elle obligée d'identifier tous les marchés oligopolistiques dans lesquels il existe un actionnariat commun ? Et si elle devait le faire de façon superficielle, cela aurait-il une incidence sur l'efficacité de l'application du droit ou du contrôle des fusions ?

102. Enfin, la proposition ne couvre pas les situations où les investisseurs institutionnels ont des participations parallèles et où ils pourraient donc former une coalition de vote stable. Par conséquent, elle ne pourrait pas s'appliquer aux cas où les participations de chaque fonds sont relativement faibles, mais le fait que les portefeuilles de différents investisseurs suivent des tendances similaires pourrait poser des problèmes de concurrence.

5.1.2. Fixer une limite stricte à l'actionnariat commun

103. Posner et al. (à paraître) proposent une autre approche qui supposerait l'instauration par les autorités de la concurrence d'une nouvelle règle et éventuellement un changement législatif. Ils suggèrent d'imposer la limite stricte suivante à l'actionnariat commun (p. 33) :

> *Aucun investisseur institutionnel ou particulier détenant des participations dans plus d'une entreprise effective dans un oligopole ne pourrait être le propriétaire ultime de plus de 1 % de part de marché, à moins que l'entité détenant des actions ne soit un fonds indiciel autonome s'engageant à être purement passif.*

104. Cette règle s'appliquerait aux entreprises de gestion de fonds dans leur ensemble, plutôt qu'aux participations d'un fonds, et les auteurs définissent la détention de participations dans une « entreprise effective » comme le fait qu'un investisseur détienne des actions dans différentes entreprises dont la part de marché cumulée est supérieure à la part de marché moyenne par entreprise dans le secteur. La proposition de Posner et al. suppose que les autorités de la concurrence dressent chaque année une liste des oligopoles auxquels cette règle s'applique. Enfin, pour Posner et al., un fonds « passif » est un fonds qui ne communique ni avec la direction ni avec les administrateurs de l'entreprise, qui vote proportionnellement au reste des voix exprimées lors d'une élection des actionnaires et qui opère sur la base de règles publiques claires et non discrétionnaires.

105. Comme l'ont relevé Posner et al., cette approche présente notamment l'avantage de s'assurer que les investisseurs institutionnels se concentrent sur la performance des entreprises de leur portefeuille tout en permettant aux fonds pleinement diversifiés d'opérer à condition de ne pas influencer la gestion de l'entreprise. Ainsi, les fonds auront le droit de se livrer une concurrence soit 1) sur leur capacité à suivre un indice de manière automatique et à un faible coût pour les investisseurs ultimes privilégiant la diversification, soit 2) sur la base de l'efficacité et de la qualité de leurs contributions en matière de gouvernance d'entreprise. En résumé, « la conclusion est que notre modeste règle générerait d'énormes gains sociaux en réduisant les pratiques anticoncurrentielles tout en n'entraînant que des pertes insignifiantes en matière de diversification et en améliorant très probablement la gouvernance d'entreprise » (p. 43).

Critiques

106. Plusieurs préoccupations ont été exprimées quant à l'imposition de limites strictes à l'actionnariat commun comme celles exposées ci-après.

- **Les preuves actuelles ne sont pas suffisantes** pour justifier la mesure relativement forte d'instituer une règle *per se*, qui est la méthode la plus dure en droit de la concurrence (d'après O'Brien et Waehrer, 2017, p. 36)
- **Il est possible qu'une limite stricte oblige les grandes sociétés de gestion de placements à se scinder** en plusieurs entités afin que les différents fonds gérés par l'entreprise n'excèdent pas ensemble les limites fixées. Cette situation pourrait accroître les coûts de gestion pour les consommateurs et entraîner des distorsions dans les stratégies de gestion des fonds.
- **La charge qui pèserait sur les fonds de placement (ou sur les autorités de la concurrence) pourrait également être importante** si cette règle supposait une définition exhaustive des marchés en vue de déterminer si une acquisition d'actions dépasse les limites établies. L'obligation de gérer (ou, du moins, de surveiller) plus activement les portefeuilles en plus de s'assurer que le fonds suit la performance de l'indice cible entraînerait nécessairement une augmentation des frais de gestion, ce qui porterait atteinte à l'un des principaux avantages des fonds indiciels.
- Les limites strictes **peuvent s'appliquer à de nombreux cas d'actionnariat commun qui n'entraînent pas de problèmes de concurrence** et ont donc été qualifiés de « trop larges » (voir Elhauge, 2016, p. 1203, qui constate que les limites strictes peuvent s'appliquer à des participations qui ne dépasseraient pas les limites fixées dans sa proposition).
- Les restrictions sur le vote des fonds indiciels (« mettre les actions dans le tiroir », comme l'explique O'Brien et Waehrer, 2017) pourraient **avoir des implications en matière de gouvernance d'entreprise**, par exemple donner plus de poids à la voix des actionnaires activistes et, ce faisant, orienter l'entreprise vers la performance à court terme plutôt qu'à long terme. Comme il est indiqué à la section 5.2, ce résultat s'oppose directement aux objectifs de la gouvernance d'entreprise, qui visent à maximiser la participation des actionnaires.
  La dynamique d'un secteur (entrée et sortie sur des marchés précis, par exemple) **peut également conduire les investisseurs à dépasser passivement les limites en matière d'actionnariat**, bien après l'acquisition des participations en question. Par exemple, si une entreprise sort d'un marché, la part de marché des autres entreprises augmente, auquel cas, un fonds de placement qui respectait les limites légales relatives l'actionnariat commun pourrait alors les dépasser. Ainsi,

les fonds seraient obligés de surveiller en permanence chacun des marchés dans lesquels ils détiennent des participations pour s'assurer qu'aucun changement les obligeant à vendre des actions ne s'est produit, ce qui créerait une incertitude considérable (voir par exemple Posner et al, à paraître, p. 9). Les effets pourraient être particulièrement importants si le fait qu'une entreprise du portefeuille d'un investisseur entre sur un marché relativement différent au cœur de métier de celui-ci fait que les participations de l'investisseur sur ce marché dépassent les limites fixées (comme l'explique Baker, 2016, pp. 225-226).

5.1.3. Instaurer des zones de sécurité pour l'actionnariat commun

107. Rock et Rubinfeld (2017) ont soumis une autre proposition pour lever les incertitudes en matière d'application du droit de la concurrence à l'actionnariat commun et fournir aux investisseurs institutionnels une sécurité juridique. En particulier, ils proposent l'instauration d'une zone de sécurité pour les investisseurs qui détiennent au plus 15 % des actions d'une entreprise, n'ont pas de représentant au sein du conseil d'administration de l'entreprise et n'ont pas pris d'engagement allant au-delà de l'« engagement normal » (notamment en ce qui concerne la sélection des membres du conseil d'administration, la politique de rémunération et les droits des actionnaires).

108. Le seuil de 15 % avancé par Rock et Rubinfeld repose sur une évaluation de la proportion des actions qu'un investisseur doit détenir pour exercer une influence sur une entreprise (pp. 29-30). Pour justifier ce seuil, ils indiquent qu'au moins 20 % des actions sont nécessaires pour placer un individu au conseil d'administration d'une entreprise et qu'en règle générale, les autorités de la concurrence n'ont pas contesté les prises de participation inférieure à ce seuil (2017, p. 30).

109. O'Brien et Waehrer (2017) proposent une zone de sécurité plus étroite fondée sur l'IHHM. En particulier, bien qu'ils soient sceptiques quant à la capacité de l'IHHM de mesurer les effets éventuels de l'actionnariat commun sur les prix (comme expliqué à l'annexe A), ils estiment qu'il peut constituer un outil utile pour 1) donner une évaluation grossière des effets éventuels sur la concurrence lorsqu'il est possible d'identifier une structure claire de contrôle des actionnaires ; 2) examiner les coentreprises ; ou (3) dans les cas extrêmes où il existe une différence entre la propriété financière et les actions avec droit de vote.

Critiques

110. Les zones de sécurité proposées ont été critiquées par ceux qui signalent l'existence de problèmes de concurrence éventuels (Elhauge, 2017). En outre, on ignore si ces propositions exempteraient dans les faits les pratiques susceptibles de nuire à la concurrence. Prenons par exemple le cas de plusieurs investisseurs institutionnels dont la participation de chacun est inférieure à 15 %, mais dont les participations combinées sont suffisantes pour exercer une influence. Si ces investisseurs ont des incitations concordantes en termes de diversification dans un secteur et qu'ils sont en mesure d'exercer une influence sur la rémunération de la direction, par exemple, les zones de sécurité proposées pourraient entraîner un risque d'erreurs de type II. Toutefois, les incertitudes quant aux effets réels de l'actionnariat commun sur la concurrence pourraient justifier de prendre ce risque en vertu du principe d'éviter de faire subir un préjudice injustifié aux investisseurs et au fonctionnement des marchés des capitaux.

5.2. Envisager des moyens d'action en dehors du domaine du droit de la concurrence

111. Comme l'ont montré les sections précédentes, il n'y a toujours pas de consensus sur l'existence ni sur l'ampleur de problèmes de concurrence engendrés par l'actionnariat commun pas plus que sur la réponse que le droit et la politique de la concurrence devraient apporter, que ce soit au moyen des cadres existants ou par l'ajout de nouvelles notions. Pour encore compliquer la situation, les autres moyens d'action à disposition des pouvoirs publics peuvent créer des problèmes supplémentaires ou aller à l'encontre des solutions proposées.

5.2.1. Gouvernance d'entreprise

112. Les préoccupations relatives à la gouvernance d'entreprise pourraient, par exemple, être un aspect important à prendre en compte dans la conception des mesures visant à remédier aux problèmes de concurrence découlant de l'actionnariat commun. Dans le cas de la participation des investisseurs institutionnels aux votes des actionnaires, les politiques en matière de gouvernance d'entreprise peuvent aller à l'encontre de certaines propositions concernant la politique de la concurrence, tandis que dans le cas de la concentration des votes par procuration, il peut apparaître utile de répondre à ces préoccupations tant du point de vue de la concurrence que de la gouvernance d'entreprise.

Participation des investisseurs institutionnels à la gouvernance d'entreprise

113. Les politiques en matière de gouvernance d'entreprise ont en fait cherché à encourager les investisseurs institutionnels à jouer un rôle actif dans la gouvernance des entreprises de leurs portefeuilles (voir OCDE, 2011, pour aperçu général de cette question). Ces politiques iraient à l'encontre de certaines des propositions concernant la politique de la concurrence présentées à la section 5.1 ci-dessus portant sur l'exercice par les investisseurs institutionnels de leurs droits de vote.

114. En particulier, l'entrée de fonds passifs qui cherchent à suivre la performance d'un indice précis au capital d'une entreprise pourrait s'avérer problématique car elle fait apparaître une part importante de propriétaires (ou du moins de détenteurs de droits de vote) qui ne cherchent pas à pousser la direction à obtenir de bons résultats.

115. Contrairement aux fonds indiciels traditionnels qui sont rémunérés en fonction de leur performance et de leur rôle dans la gouvernance d'entreprise, les fonds indiciels aux portefeuilles largement diversifiés ne sont pas incités à demander à des gains de part de marché ou une meilleure rentabilité, car ce n'est pas la mission qui leur est confiée. Comme le décrivent Gilson et Gordon, « les intermédiaires institutionnels [en matière de placement] se font concurrence et sont récompensés sur la base d'indicateurs de 'rendement relatif' qui les incitent peu à faire preuve en tant qu'actionnaires d'un activisme qui pourrait remédier à l'insuffisance performances des dirigeants » (2014, p. 7). Ainsi, pour eux, les fonds d'arbitrage et les autres investisseurs qui détiennent un portefeuille non diversifié sont un complément important aux stratégies d'investissement passives.

116. Les politiques de la concurrence visant à empêcher les fonds indiciels d'exercer leurs droits de vote ne feraient qu'aggraver la situation, ce qui conduirait à ce qu'une part toujours plus importante de propriétaires de l'entreprise ne s'expriment pas. En fait, ces politiques pourraient pousser une plus grande partie des fonds à jouer un rôle passif, étant donné les limites qui pèsent sur la gestion active, ce qui pourrait nuire aux résultats, en

particulier si l'on tient compte de l'importance accordée au faible niveau des frais de gestion après la crise financière. Cette situation est particulièrement déroutante du point de vue de la gouvernance d'entreprise, car les grands investisseurs institutionnels pourraient, du moins en théorie, utiliser des ressources pour participer activement et avantageusement à la gouvernance d'entreprise – ressources dont investisseurs individuels ne pourraient pas disposer autrement.

Vote par procuration

117. Les politiques en matière de gouvernance d'entreprise visent principalement à encourager les fonds de placement à consacrer plus d'attention et de ressources à la gouvernance des entreprises de leur portefeuille. Par conséquent, la concentration des droits de vote et les conflits d'intérêts éventuels associés aux investisseurs institutionnels qui font appel à des conseillers en vote par procuration pour analyser les décisions de vote des actionnaires sont de plus en plus considérés comme préoccupants. Cette concentration pourrait être une source d'inquiétude tant du point de vue de la gouvernance d'entreprise que de la politique de concurrence.

118. Certains préconisent l'instauration de codes de conduite sectoriels ou l'application d'autres mesures (voir, par exemple, dans le cas de l'Australie, Muraca et Freeman, 2017). Les services de vote par procuration pourraient jouer un rôle de catalyseur de l'impact de l'actionnariat commun sur la concurrence, puisqu'ils pourraient permettre de déterminer précisément les intérêts communs des investisseurs institutionnels au sein d'un secteur et définir des recommandations de vote en fonction de ces intérêts.

Participation à un indice bousier

119. Une autre difficulté en matière de gouvernance d'entreprise a trait aux règles relatives à l'entrée d'une entreprise dans un indice boursier, comme l'indice Standard and Poor's 500 (S&P 500). Ces règles sont particulièrement importantes en ce qui concerne l'actionnariat commun, car elles déterminent dans les faits la composition du portefeuille d'un fonds indiciel géré passivement, lorsque le fonds cherche à reproduire la performance de l'indice en question.

120. Par exemple, en 2017, S&P a annoncé une nouvelle politique pour son indice 500, en vertu de laquelle les entreprises émettant plusieurs catégories d'actions, c'est-à-dire des actions avec et sans droit de vote, ne peuvent plus entrer dans l'indice (en revanche, les entreprises déjà incluses dans l'indice et qui ont émis des titres de plusieurs catégories ne sont pas exclues de l'indice). Cette nouvelle politique a été adoptée après la décision de l'entreprise technologique Snap Inc. de ne proposer que des actions sans droit de vote pour son introduction en bourse (Hunnicutt, 2017).

121. Si cette nouvelle politique s'inscrit dans la volonté d'encourager les investisseurs institutionnels à participer activement à la gouvernance des entreprises de leur portefeuille en conservant leurs droits de vote, certains analystes ont d'autres théories. Spross (2017) lie la décision de S&P à l'actionnariat commun – et en particulier à la volonté des fonds indiciels de conserver le contrôle sur les entreprises de leur portefeuille et d'empêcher qu'une entreprise ne se livre à une concurrence agressive qui réduirait les investissements des fonds dans les entreprises concurrentes. En particulier, il estime qu'il s'agit là d'une mesure visant à empêcher les fondateurs d'entreprises technologiques de conserver le contrôle sur les votes dans l'entreprise, étant donné que ces fondateurs privilégieraient les résultats de l'entreprise plutôt que celle du secteur.

5.2.2. Stabilité financière

122. La stabilité du système financier est un exemple d'aspect de l'action publique qui peut rejoindre les conclusions de l'analyse de l'actionnariat commun du point de vue de la concurrence. En bref, ceux qui s'intéressent à la stabilité du système financier peuvent souhaiter promouvoir la séparation de la propriété des banques afin de réduire la probabilité que la faillite d'une banque n'entraîne celle des autres. Siciliani et Norris (2017) étudient le degré d'actionnariat commun des plus grandes banques britanniques et constatent que « l'actionnariat commun entraîne également une exposition commune aux effets de contagion ».

123. Toutefois, dans d'autres cas, les préoccupations relatives à la stabilité financière peuvent, en réalité, entraîner un accroissement de l'actionnariat commun et, par conséquent, être en contradiction avec celles du point de vue de la concurrence. En particulier, les décideurs cherchant à éviter les faillites bancaires en temps de crise pourraient demander aux investisseurs institutionnels de fournir des capitaux en urgence et donc être moins enclins à soutenir des mesures de réduction de l'actionnariat commun en matière de politique de la concurrence lorsqu'ils sont confrontés à des menaces systémiques.

124. En somme, du point de vue de la stabilité financière, des mesures relatives à l'actionnariat commun favorisant la concurrence pourraient en théorie réduire l'exposition au risque et, dans le même temps, être un obstacle aux efforts déployés pour prévenir la faillite d'une institution financière donnée.

Encadré 8. Principaux points de la section 5 – Réponses possibles à l'actionnariat commun en termes d'action publique

- Diverses réponses en matière de politique de la concurrence ont été avancées pour remédier aux possibles problèmes liés à l'actionnariat commun.
  - Une proposition préconise que les autorités de la concurrence et les parties privées s'appuient sur le droit de la concurrence existant (au moins aux États-Unis) pour instruire des affaires découlant de l'actionnariat commun.
  - Une autre prône l'imposition de limites strictes du volume des participations simultanément détenues par un investisseur donné dans un marché concentré et des dérogations pour les investisseurs purement passifs. Toutefois, cette proposition pourrait faire peser une charge considérable sur les investisseurs et les autorités de la concurrence et risquerait d'être appliquée à un éventail de situations trop large ou trop étroit.
  - D'autres spécialistes ont mis l'accent sur l'incertitude liée à la situation actuelle pour les investisseurs institutionnels et proposé d'instaurer des zones de sécurité pour éviter de nuire aux modèles économiques des fonds de placement.
- D'autres aspects de l'action publique peuvent constituer des éléments de réflexion complémentaires ou antagonistes lorsqu'il s'agit d'étudier l'impact de l'actionnariat commun sur la concurrence. Par exemple, la gouvernance d'entreprise peut en réalité chercher à favoriser une participation accrue des investisseurs institutionnels à la gestion des entreprises. Or cela pourrait aller à l'encontre des propositions relevant de la politique de la concurrence qui visent à limiter l'influence des investisseurs institutionnels détenant des participations horizontales. De même, la politique en matière de stabilité financière pourrait considérer l'actionnariat commun comme un facteur de risque de contagion - il y aurait là un terrain d'entente avec la politique de la concurrence - ou comme une mesure permettant d'éviter la faillite de grands établissements, ce qui accroîtrait les préoccupations du point de vue de la concurrence. Par conséquent, une optique pluridisciplinaire peut s'avérer précieuse pour répondre aux problèmes posés par l'actionnariat commun.

6. Outils à la disposition des autorités de la concurrence pour analyser l'actionnariat commun

125. D'après l'exposé qui précède, il existe indubitablement un désaccord important sur les effets anticoncurrentiels de l'actionnariat commun, sur la validité des travaux tentant d'estimer ce phénomène de manière empirique et sur les propositions visant à résoudre les problèmes de concurrence qu'il peut causer. Avant d'adapter leurs approches et leur législation, les autorités de la concurrence pourraient donc souhaiter réaliser des analyses plus approfondies de l'actionnariat commun dans leurs juridictions. Cette section présente certaines des techniques que les autorités de la concurrence peuvent adopter à cette fin, comme : effectuer des études de marché lorsque peuvent exister des préoccupations en matière d'actionnariat commun, examiner si la législation actuelle sur les fusions et les ententes leur permet de tester les théories sur les effets anticoncurrentiels

de l'actionnariat commun, consulter les autorités de réglementation financière ainsi que les partenaires universitaires et étudier l'incidence sur l'actionnariat commun des fusions de fonds de placement.

126. Pour commencer à renforcer les connaissances et la prise de conscience des problèmes causés par l'actionnariat commun au sein des autorités de la concurrence, ces dernières peuvent recourir à l'un des outils à leur disposition : l'étude de marché, à même d'analyser les problèmes de concurrence à l'échelle d'un marché, y compris le type de problèmes éventuels liés à l'actionnariat commun. Compte tenu, entre autres, des connaissances spécifiques à certains marchés que possèdent leurs responsables de dossiers, les autorités ont généralement à l'esprit au moins quelques secteurs dans lesquels elles soupçonnent que la concurrence ne fonctionne pas bien. Selon le marché et l'importance du rôle joué par les investisseurs institutionnels, l'actionnariat commun pourrait constituer une piste possible dans ce type d'étude de marché. Les autorités de la concurrence peuvent par exemple s'appuyer sur les statistiques sur les participations des investisseurs institutionnels publiques dans de nombreux pays. Ainsi, elles peuvent utiliser les études de marché comme méthode pour étudier les effets de l'actionnariat commun sur la concurrence. Une fois que ces effets précisés, il serait possible de déterminer les lois d'application ou les modifications législatives nécessaires. L'analyse *ex post* des décisions antérieures sur les fusions pourrait également aider à savoir si l'actionnariat commun est effectivement une lacune ou un aspect manquant dans le contrôle des fusions.

127. Dans les juridictions où le contrôle des fusions ne se limite pas aux opérations impliquant un changement de contrôle, les autorités de la concurrence pourraient souhaiter réfléchir aux possibilités d'approfondir l'analyse de l'actionnariat commun. Plus précisément, elles pourraient souhaiter déterminer si les investisseurs peuvent avoir acquis une influence notable dans différentes entreprises concurrentes actives sur un marché concentré sans provoquer un contrôle des fusions et, par conséquent, si elles devraient envisager de contrôler les futures acquisitions des investisseurs institutionnels dans ce type de marché.

128. L'actionnariat commun peut également être étudié dans le contexte des réformes de la politique de concurrence visant à prendre en compte certaines prises de participations minoritaires, comme la proposition soumise par la Commission allemande des monopoles pour examen par la Commission européenne (Monopolkommission, 2016). Il convient toutefois d'accorder une attention particulière aux effets sur les marchés des capitaux et sur les investisseurs, étant donné que les mesures relevant de la politique de la concurrence doivent être mises en balance avec la nécessité d'assurer la liquidité des marchés des capitaux et l'accès des consommateurs à des produits de placement à faible coût.

129. De plus, on peut considérer que l'actionnariat commun est un aspect de l'analyse des opérations visées par la législation sur le contrôle des fusions. L'encadré 9 décrit l'approche adoptée par la Commission européenne dans l'affaire Dow/DuPont.

Encadré 9. Analyse de l'actionnariat commun par la Commission européenne dans la fusion entre Dow et DuPont

Dans le cadre de sa décision concernant la fusion entre deux grands fabricants de produits chimiques, la Commission européenne a étudié le degré d'actionnariat commun dans les plus grands acteurs des marchés en cause.

En raison de niveaux élevés d'actionnariat commun, la Commission a conclu que les indicateurs de parts de marché (dont l'IHH) « sous-estimaient les effets unilatéraux attendus de l'opération » (p. 380).

Cette analyse portait principalement sur les activités de R-D et constatait, en particulier, que l'actionnariat commun était susceptible de réduire la disposition des entreprises à investir dans ces activités, lorsque ces dernières pourraient nuire aux intérêts d'entreprises concurrentes présentes dans le portefeuille des mêmes investisseurs institutionnels. Dans sa décision, la Commission indique que :

> *... la décision prise par une entreprise aujourd'hui, de renforcer la concurrence en matière d'innovation fait baisser ses profits actuels et est susceptible de faire baisser les profits (futurs attendus) de ses concurrents. À son tour, cette situation réduit la valeur du portefeuille des actionnaires qui détiennent des participations dans cette entreprise et dans ses concurrents. C'est pourquoi, du point de vue de la concurrence par les prix, la présence de participations communes importantes risque d'avoir un effet négatif sur les avantages de la concurrence en matière d'innovation pour les entreprises concernées par ces participations* (p.383).

C'est pourquoi la Commission a conclu qu'il était possible que les concurrents de l'entreprise issue de la fusion ne se lancent pas dans une politique agressive en matière de R-D qui annulerait les effets sur la concurrence de l'opération.

En outre, la Commission a fait observer que les investisseurs passifs « exerçaient une influence sur les différentes entreprises en ayant en ligne de mire l'ensemble du secteur » (annexe 5, p. 7) et qu'un actionnariat dispersé accroissait cette influence.

Source : *Décision de la Commission, Affaire M.7932, Dow/Dupont, 27 mars 2017*[26]

130. L'application des règles en matière d'ententes aux situations où l'actionnariat commun peut avoir des effets sur la concurrence devrait également être envisagée. En ce qui concerne la collusion explicite, il serait possible d'évaluer dans chaque juridiction dans quelle mesure le risque que les investisseurs institutionnels aient des pratiques facilitant la collusion existe et si ces pratiques sont décelables. Il serait également possible de se demander si l'actionnariat commun encourage le parallélisme conscient pur, et donc la collusion tacite.

131. Étant donné que l'actionnariat commun a des effets sur d'autres domaines de l'action publique, les autorités de la concurrence pourraient également souhaiter collaborer avec les autorités de réglementation des valeurs mobilières, ainsi qu'avec les instances macroprudentielles, pour déterminer les répercussions de tout changement éventuel de la politique de la concurrence. Une coopération avec les chercheurs qui étudient l'actionnariat commun, en particulier par le biais d'un partage de l'information, pourrait également être recherchée. Comme l'affirment Kennedy et al (2017, p. 23) :

> *L'étude de l'actionnariat commun est importante non seulement pour les politiques de la concurrence et de la réglementation, mais aussi pour la théorie économique de l'entreprise. L'une des hypothèses de base en économie est que les entreprises cherchent à maximiser leurs profits, conformément au théorème de séparation de Fisher. Cette hypothèse est vérifiée lorsque les propriétaires ont les mêmes objectifs, mais elle a moins de pertinence lorsqu'ils ont des intérêts divergents. La façon dont les entreprises se comportent lorsque cette hypothèse est assouplie est un champ de recherche actuel qui gagnerait à ce que la manière dont la propriété se traduit en contrôle et, en fin de compte, en décisions prises par les entreprises soit mieux comprise.*

132. Enfin, si le présent document porte principalement sur l'effet sur la concurrence de l'acquisition par un investisseur institutionnel de participations dans des entreprises concurrentes, des réflexions semblables à celles qui ont été exprimées ici pourraient s'appliquer aux effets des fusions entre investisseurs institutionnels. Azar et al. font observer que « les autorités de régulation devraient garder à l'esprit que la consolidation dans le secteur de la gestion d'actifs peut nuire à la concurrence sur les marchés de produits entre les entreprises de leurs portefeuilles » (2017, p. 39). Une telle analyse pourrait également tenir compte des répercussions possibles de la fusion sur la concentration de l'actionnariat dans d'autres marchés et elle pourrait poser bon nombre des questions soulevées dans le présent document en ce qui concerne les mécanismes d'influence et les échanges avec la direction.

7. Conclusion et nouvelles questions à examiner

133. L'actionnariat commun est de plus en plus fréquent du moins dans certains marchés d'actions, en raison d'une série de facteurs comme la popularité croissante des fonds indiciels gérés passivement et le fait que les nouvelles introductions en bourse n'ont pas suivi le rythme de l'augmentation de l'offre de capital des investisseurs. Des exemples d'important actionnariat institutionnel commun ont été recensés dans des secteurs concentrés comme ceux de la finance, du transport aérien, de l'électronique de grande consommation, de la chimie et des pharmacies.

134. La question de savoir si ce phénomène entraîne des problèmes de concurrence dans un marché fait l'objet d'un vif débat. Des théories sur l'existence d'un préjudice causé tant par des effets unilatéraux que par la coordination ont été avancées. En substance, en faisant coïncider les intérêts des propriétaires d'entreprises concurrentes, l'actionnariat commun risque d'accroître sur un marché la probabilité d'une définition unilatérale des prix, qui autrement ne serait pas rentable, et celle d'une collusion (qu'elle soit expresse ou tacite). En d'autres termes, les investisseurs institutionnels sont incités à encourager les effets unilatéraux qui font augmenter la valeur de leur portefeuille et à favoriser les collusions. Les critiques estiment notamment que l'hétérogénéité des intérêts des investisseurs institutionnels peut limiter ces incitations.

135. Un autre aspect central du débat concernant l'actionnariat commun porte sur la capacité des investisseurs institutionnels détenant des participations minoritaires dans des entreprises concurrentes à influencer le comportement d'une entreprise. Les partisans de l'idée selon laquelle l'actionnariat commun engendre des problèmes de concurrence indiquent qu'il existe de nombreux moyens par lesquels les investisseurs institutionnels

peuvent avoir un impact sur la politique d'une entreprise, notamment en pesant sur l'issue d'un vote des actionnaires lorsque l'actionnariat est dispersé et en liant la rémunération des dirigeants de l'entreprise aux résultats du secteur, plutôt qu'à ceux de l'entreprise par rapport au reste du secteur. En outre, ils attirent l'attention sur les incitations de la direction qui ne requièrent aucune action explicite de la part des investisseurs institutionnels pour que les intérêts de ces derniers soient pris en compte. Les critiques à l'égard de ces théories portent principalement sur l'influence limitée des investisseurs institutionnels et la violation de l'obligation fiduciaire implicite qu'elle suppose.

136. Le débat est également particulièrement vif en ce qui concerne les propositions visant à remédier aux éventuels problèmes de concurrence associés à l'actionnariat commun. Le présent document a présenté les éléments essentiels de chaque argument. Il a aussi décrit certains des autres aspects de l'action publique, en particulier la gouvernance d'entreprise, dont les initiatives cherchant à s'attaquer aux problèmes posés par à l'actionnariat commun devraient tenir compte. En particulier, il faudra peut-être rechercher un équilibre entre les avantages de la diversification des portefeuilles, l'efficacité de la gouvernance d'entreprise, les objectifs de politique macroéconomique (y compris la stabilité financière) et d'autres considérations en matière d'efficacité.

137. Malgré les critiques des modèles empiriques qui estiment les effets de l'actionnariat commun ainsi que des incitations et de la capacité des investisseurs institutionnels à influencer le comportement des entreprises en faveur de leurs participations dans l'ensemble du secteur, les problèmes conceptuels sous-jacents découlant de l'actionnariat commun demeurent. Ces questions peuvent avoir des conséquences majeures sur la concurrence, ainsi que sur notre compréhension du fonctionnement du marché en général et méritent donc de nouvelles recherches universitaires.

138. Dans l'intervalle, les autorités de la concurrence souhaiteront peut-être utiliser les études de marché comme une opportunité pour mieux comprendre les marchés où les participations des investisseurs institutionnels sont considérables et réfléchir à la possibilité d'examiner l'actionnariat commun dans le cadre de la législation existante sur le contrôle des fusions et sur les ententes. Elles peuvent également commencer à s'entretenir avec des autorités de régulation du secteur financier et des décideurs sur les solutions possibles.

139. Certaines questions clés que les autorités ont à examiner figurent dans l'encadré ci-dessous.

Encadré 10. Questions non résolues à traiter dans le cadre de nouvelles recherches sur l'actionnariat commun

L'importance de l'actionnariat commun

- Quelles sont les différences entre juridictions en termes de degré d'actionnariat commun et quelles en sont les causes ? Cela a-t-il une incidence sur les effets éventuels sur la concurrence sur le marché ?
- Existe-t-il des signes d'apparition de l'actionnariat commun dans les sociétés fermées ?
- Quels types d'investisseurs ont tendance à détenir des actions dans plusieurs entreprises concurrentes sur un marché ? Par exemple, s'agit-il principalement d'investisseurs passifs ou des investisseurs ayant des stratégies de placement actives cherchent-ils également à détenir ce genre de participations ? Ces investisseurs ont-ils également des participations verticales ?

Incitations et capacité des investisseurs institutionnels

- Les investisseurs institutionnels ont-ils la capacité d'évaluer si une décision prise par une entreprise de leur portefeuille accroîtra ou réduira la valeur de leur portefeuille, compte tenu de leurs participations horizontales et verticales ?
- Quelle est l'importance des participations parallèles (le fait que les investisseurs institutionnels détiennent une part semblable de la plupart ou de l'ensemble des entreprises d'un même secteur) dans les secteurs oligopolistiques ? Quelle part de ces participations est imputée aux investisseurs passifs ?
- Le droit de la concurrence actuel prend-il correctement en compte l'influence des participations minoritaires, étant donné que
    - les investisseurs institutionnels peuvent exercer une influence considérable ;
    - les incitations des investisseurs institutionnels détenant des portefeuilles diversifiés dans un secteur peuvent être très proches, de sorte qu'ils peuvent voter en bloc ou en coalition ;
    - les décisions de vote peuvent être concentrées entre les mains de conseillers en vote par procuration ;
    - les investisseurs passifs détenant un portefeuille diversifié n'ont pas les mêmes incitations à pousser l'entreprise à améliorer ses résultats que les investisseurs actifs ?

Incitations et comportement de la direction

- Les dispositions juridiques actuelles en matière d'obligation fiduciaire constituent-elles une protection efficace contre la prise par le conseil d'administration et la direction d'une entreprise de décisions qui servent les intérêts d'investisseurs institutionnels détenant des participations dans des entreprises concurrentes ?
- Quel est l'impact de la méthode actuelle de rémunération des dirigeants sur les incitations de l'entreprise à lutter contre la concurrence ? Les problèmes d'agence sont-ils devenus plus aigus en raison d'une modification des incitations ?

Estimation des effets de l'actionnariat commun

- Les autorités de la concurrence devraient-elles utiliser l'IHHM ou un autre indicateur quantitatif pour mesurer l'importance de l'actionnariat commun ?

Solutions en termes de politique de la concurrence aux problèmes posés par l'actionnariat commun

- Les autorités de la concurrence devraient-elles examiner les effets des fusions entre gestionnaires de fonds de placement sur l'actionnariat commun, même si les marchés de produits concernés sont différents du marché pour les services qu'ils offrent (c'est-à-dire gestion

en fonction d'un indice) ?

- Si des limites strictes de l'actionnariat commun étaient instaurées, la perte des avantages générés par les placements passifs (diversification, faibles coûts de gestion par exemple) serait-elle compensée par l'intensification de la concurrence ?

Autres solutions aux problèmes posés par l'actionnariat commun

- Comment résoudre les contradictions entre différents objectifs de l'action publique (concurrence, gouvernance d'entreprise, stabilité financière) ?

Notes de fin de document

[1] Voir, par exemple, Reynolds et Snapp (1986), Bresnahan et Salop (1986), Salop et O'Brien (2000).

[2] *« La capacité à exercer une influence sensible est le plus bas niveau de contrôle pouvant donner lieu à une opération de fusion soumise à l'application des règles de contrôle des fusions. Lorsqu'elle réalise son évaluation, la CMA s'intéresse en particulier à la capacité de l'acquéreur à substantiellement influencer la ligne d'action de l'entreprise cible en matière de comportement sur le marché. La ligne d'action renvoie ici à la gestion des activités de l'entreprise et inclut donc sa direction stratégique et sa capacité à définir et à atteindre ses objectifs commerciaux. L'évaluation d'une influence sensible suppose une étude au cas par cas de la relation globale entre l'acquéreur et la cible. Lorsqu'elle réalise son évaluation, la CMA prend en considération l'ensemble des éléments de l'opération en question. Une influence sensible peut être établie sur la base de la capacité de l'acquéreur à influencer la ligne d'action de l'entreprise cible par l'exercice de son droit de vote lors d'assemblées des actionnaires, auquel s'ajoute, dans certains cas, tout autre facteur complémentaire. Toutefois, une influence sensible peut également apparaître du fait de la capacité à influencer le conseil d'administration de l'entreprise cible ou par le biais d'autres accords, sans que l'acquéreur ne soit nécessairement capable d'empêcher l'adoption de résolutions par son vote lors d'assemblées des actionnaires. »* (CMA, 2014, p. 20) Mergers: Guidance on the CMA's jurisdiction and procedure

http://www.fne.gob.cl/wp-content/uploads/2017/04/Guia_Jurisdiccion_CMAUK.pdf .

[3] Il serait possible qu'une participation de moins de 15 % suscite une évaluation en présence d'autres facteurs traduisant la capacité d'exercer une influence sur la ligne d'action de l'entreprise. Lors de la détermination d'une « influence sensible » éventuelle, les facteurs suivants sont pris en compte : (i) la composition et l'identité des détenteurs des actions restantes ; (ii) la répartition des présences et des votes lors des assemblées récentes d'actionnaires ; (iii) l'existence de droits de vote ou de droits de veto spéciaux attachés à la participation considérée ; (iv) d'autres dispositions spéciales de la constitution de l'entreprise conférant une capacité à influencer sa ligne d'action ; (iv) le fait que l'entité acquéreuse dispose ou disposera d'une représentation au conseil d'administration ; et (v) le fait que d'autres accords conclus avec l'entreprise cible habiliteraient le détenteur à influencer la ligne d'action de l'entreprise. (OCDE, 2008, p. 83).

[4] Article 7 du Clayton Act, 15 U.S. Code § 18, acquisition par une entreprise d'actions dans une autre.

[5] *Ibid.*

[6] Dans ce cas, l'acquisition de titres assortis de droit de vote est exemptée des exigences [du Clayton Act] si : « 1) elle est réalisée directement par un investisseur institutionnel ; 2) elle est réalisée dans le cadre normal des activités de l'acquéreur ; 3) elle est réalisée uniquement à des fins de placement ; 4) à la suite de cette acquisition, l'acquéreur détient au maximum 15 % des titres assortis de droit de vote en circulation de l'émetteur. » Titre 16 du Code des règlements fédéraux, section 802.64 - Acquisition de titres assortis de droits de vote par certains investisseurs institutionnels.

[7] Dans le régime des concentrations de l'UE, par exemple, qui utilise le critère de l'influence déterminante pour définir les opérations susceptibles d'être contrôlées, les acquisitions de participations minoritaires non contrôlantes, qui généralement ne confèrent pas de contrôle de droit ou de fait, ne rentrent pas dans le champ d'application des règles de contrôle des concentrations. Toutefois, la Commission européenne a fait part de plus en plus souvent ces dernières années de ses préoccupations quant aux insuffisances en matière d'application du règlement de l'UE sur les concentrations aux participations minoritaires non contrôlantes qui n'ont pas d'incidence sur le

contrôle de l'entreprise, mais qui sont néanmoins susceptibles d'avoir un effet négatif sur la concurrence (voir Almunia, 2011, CE, 2016). En 2014, la Commission a lancé une consultation publique sur une possible extension du champ d'application du règlement sur les concentrations visant à permettre l'examen de certaines prises de participations minoritaires non contrôlantes et elle a publié un Livre blanc qui proposait un mécanisme d'examen des cas où ces acquisitions créeraient un « lien significatif d'un point de vue concurrentiel » entre les activités de l'acquéreur et de l'entreprise cible. Établiraient un « lien significatif d'un point de vue concurrentiel », les opérations remplissant les critères cumulatifs suivants : 1) acquisition d'une participation minoritaire dans un concurrent ou une entreprise liée verticalement (c'est-à-dire qu'une relation concurrentielle doit exister entre l'acquéreur et la cible) ; et 2) le lien concurrentiel est considéré comme significatif lorsque la participation minoritaire est 1) d'environ 20 % ou 2) comprise entre 5 % et environ 20 %, mais assortie de facteurs supplémentaires tels que des droits assurant à l'acquéreur une minorité de blocage de fait, un siège au sein du conseil d'administration ou un accès à des informations commercialement sensibles de la cible (CE, 2014, p. 13). La Commission a envisagé de demander aux parties d'apprécier elles-mêmes si l'opération créait un « lien significatif du point de vue concurrentiel » et dans l'affirmative, de déposer un avis d'information (CE, 2014, p. 14). En 2017, la Commission a lancé une nouvelle phase de consultation, actuellement en cours, dans ce domaine.

[8] Pour une analyse des solutions apportées dans ces affaires, voir OCDE 2008.

[9] British American Tobacco Co Ltd c. Commission des Communautés européennes (Affaires jointes 142/84 et 156/84) [1987] E.C.R. 4487; [1988] 4 CMLR 24, points 37 à 40 et 65. http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9d2bd1a2-c725-4f22-8efc-b6a78f07de85.0002.03/DOC_2&format=PDF

[10] Ibid. points 37-40.

[11] Ibid. point 65.

[12] Il existe d'autres formes de participations minoritaires comme le cumul de mandats d'administrateur, les prêts à des concurrents et les contrats pour différences (CE, 2013, p. 6). Le cumul de mandats d'administrateur désigne les cas où une ou plusieurs entreprises ont en commun avec d'autres entreprises, dans leurs conseils d'administration respectifs, un ou plusieurs administrateurs (voir OCDE, 2008, p. 59). Les contrats pour différences sont des dérivés reposant sur la valeur du capital ou de la dette d'autres entreprises (EC, 2013, p.6).

[13] Comme défini par He et Huang (2017), des participations institutionnelles croisées se produisent lorsqu'une institution détient simultanément plus d'un bloc d'actions dans un même secteur à un moment donné.

[14] Dans le monde entier, les autorités de régulation financière exigent que toute participation substantielle dans une entreprise cotée (le seuil est généralement fixé à 5 %) fasse l'objet d'une déclaration. Les dispositions relatives aux seuils de déclaration prévoient des règles très précises pour définir le « détenteur » d'une action à des fins de déclaration. Selon la juridiction, la formule de calcul peut accorder une place particulière 1) au contrôle de droits de vote attachés aux actions (pouvoir de vote) ou 2) à la capacité d'une entité à liquider les actions en question (pouvoir d'investissement). Aux États-Unis par exemple, une entité dont la participation dans une entreprise cotée, quel que soit le type d'actions, dépasse le seuil de 5 % doit déclarer cette participation et ses intentions en matière de contrôle a) au moment ou celle-ci dépasse 5 % ou b) chaque année pour certaines catégories d'investisseurs. Par ailleurs, tout investisseur institutionnel détenant plus de 100 millions d'USD en titres de participation est tenu de déclarer le contenu de son portefeuille chaque trimestre. La Loi sur l'émission de valeurs mobilières donne une définition exhaustive du propriétaire effectif qui désigne « toute personne qui directement ou indirectement, au moyen d'un contrat, d'un accord, d'une entente, d'une relation ou autrement, possède ou partage i) le pouvoir de vote, notamment le pouvoir d'exercer les droits de vote attachés à ce titre ou d'en orienter

l'exercice ou ii) le pouvoir d'investissement, notamment le pouvoir de vendre ce titre ou d'en orienter la vente » (Davis, 2008, p. 16).

[15] Le graphique représente la tendance suivie par l'actionnariat institutionnel commun (He et Huang utilisent l'expression « participations transversales » pour désigner le phénomène d'actionnariat commun) entre 1980 et 2014. Les détenteurs institutionnels de blocs d'actions sont les actionnaires détenant au moins 5 % des actions en circulation de l'entreprise. Une entreprise fait l'objet d'une participation transversale d'une institution à un trimestre donné lorsque l'institution détient simultanément un bloc d'actions dans l'entreprise en question et dans au moins une entreprise du même secteur à 4 chiffres dans la nomenclature américaine SIC. La ligne bleue avec des carreaux représente la part des entreprises américaines cotées faisant l'objet d'une participation transversale à n'importe quel trimestre de l'exercice. La ligne violette avec des carrés représente la part des entreprises américaines cotées faisant l'objet d'une participation transversale au dernier trimestre de l'exercice. La ligne verte en pointillés représente la part des investisseurs institutionnels qui détiennent des participations transversales une année donnée. La ligne rouge discontinue représente la part des détenteurs institutionnels de blocs d'actions qui détiennent des participations transversales une année donnée. L'unité d'observation pour les lignes verte et rouge est l'année calendaire.

[16] Il convient de noter que le terme « effets unilatéraux » utilisé dans ce document sert à distinguer la coordination entre différentes entreprises et l'action indépendante d'une entreprise qui adopte un comportement (potentiellement rentable) dans l'intérêt de ses actionnaires qui détiennent des participations directes dans ses concurrents. Il ne renvoie donc pas principalement au type de comportement unilatéral associé à l'abus de position dominante.

[17] Cette analyse ne repose pas sur une étude empirique exhaustive et sa validité a été contestée (voir, par exemple, Baker 2016), mais elle concorde avec l'intuition économique générale quant à la relation entre concurrence sur le marché et patrimoine (voir notamment OCDE, 2017).

[18] Par le biais de mécanismes décrits dans la section 4.2 ci-après.

[19] Plusieurs types d'approches ont été utilisés pour calculer cette valeur. Voir, par exemple, Azar et al., 2016, annexe D.

[20] Ainsi, dans une étude de 2010, Institutional Shareholder Services a montré qu'en moyenne 43 % des actionnaires minoritaires des entreprises européennes assistaient aux assemblées. Le chiffre donné pour les États-Unis dans une autre étude est certes plus élevé, mais parmi les explications avancées figure le fait que des courtiers peuvent exercer le droit de vote afférent aux actions détenues par leurs clients lorsque ceux-ci n'émettent pas de préférence. Voir OCDE (2011, pp. 56-57) pour une analyse plus approfondie.

[21] Schmalz ne réalise toutefois pas d'analyse pour isoler les effets précis de l'échec de cette campagne.

[22] Voir, par exemple, U.S. v. Tracinda Inv. Corp., 477 F.Supp. 1093, 1098 (C.D. Cal. 1979) (« Le facteur déterminant que les tribunaux ont pris en compte [...] a été de savoir si les actions avaient été achetées dans le but de prendre activement la direction et le contrôle de la société acquise ») ; Anaconda Co. c. Crane Co., 411 F.Supp. 1210, 1219 (S.D.N.Y. 1975) ; U.S. c. Gillette Co., 55 Fed. Reg. 28,312 (10 juillet 1990).

[23] L'énoncé des principes et de l'objet de la FTC (43 Fed. Reg. 33450, 33465 (31 juillet 1978)) identifie six types de comportements qui peuvent être considérés comme preuve d'une intention contraire à l'exemption applicable aux acquisitions réalisées uniquement à des fins de placement : (1) désignation d'un candidat au conseil d'administration de l'émetteur ; (2) proposition que l'entreprise prenne une mesure nécessitant l'approbation des actionnaires ; (3) sollicitation de mandats ; (4) un actionnaire de contrôle, un administrateur, un dirigeant ou un salarié agit simultanément en tant qu'administrateur ou dirigeant de l'émetteur ; (5) l'acquéreur est un

concurrent de l'émetteur ; ou (6) adoption d'un des comportements précités par toute entité exerçant un contrôle direct ou indirect sur l'émetteur.

[24] Voir U.S. v. E.I. du Pont de Nemours & Co., 353 U.S. 586, 592 (1957).

[25] Voir F. & M. Schaefer Corp. c. C. Schmidt & Sons, Inc., 597 F.2d 814, 818 (2e circuit 1979).

[26] Disponible à l'adresse suivante : http://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m7932_13668_3.pdf.

Références

Almunia, J. (2011), « EU merger control has come of age, Merger Regulation in the EU after 20 years », Bruxelles, 10 mars, http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-11-166_en.htm.

Anton, M. et al.(2016), « Common Ownership, Competition, and Top Management Incentives », *European Corporate Governance Institute Finance Working Paper*, n° 511, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2802332.

Appel, I, T. Gormley et D. Keim (à paraître), « Passive Investors, Not Passive Owners », *Journal of Financial Economics*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2475150.

Azar, J. (2017), « Portfolio Diversification, Market Power, and the Theory of the Firm », *IESE Business School Public-Private Sector Research Center, Working Paper*, n° WP-1170-E, http://www.iese.edu/research/pdfs/WP-1170-E.pdf.

Azar, J. (2011), « A New Look at Oligopoly: Implicit Collusion Through Portfolio Diversification », https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1993364.

Azar, J., M. Schmalz et I. Tecu (2017), « Anti-Competitive Effects of Common Ownership », *IESE Business School Public-Private Sector Research Center, Working Paper*, n° WP-1169-E, http://www.iese.edu/research/pdfs/WP-1169-E.pdf.

Azar, J., S. Raina et M. Schmalz (2016), « Ultimate Ownership and Bank Competition », https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2710252.

Baker, J. (2016), « Overlapping Financial Investor Ownership, Market Power, and Antitrust Enforcement: My Qualified Agreement with Professor Elhauge », *Harvard Law Review Forum*, vol. 129, n° 212, http://ssrn.com/abstract=2746874.

Bresnahan, T. et S. Salop (1986), « Quantifying the competitive effects of production joint ventures », *international Journal of Industrial Organization*, vol. 4, http://econpapers.repec.org/article/eeeindorg/v_3a4_3ay_3a1986_3ai_3a2_3ap_3a155-175.htm.

Çelik, S. et M. Isaksson (2014), « Institutional investors and ownership engagement », *OECD Journal: Financial Market Trends*, vol. 2013, n° 2, https://www.oecd.org/corporate/Institutional-investors-ownership-engagement.pdf.

Chen, C. (2016), « Mutual fund industry to drug makers: stand up and defend yourself », *Bloomberg News* via *Boston Globe*, https://www.bostonglobe.com/business/2016/05/10/mutual-fund-industry-drugmakers-stand-and-defend-yourself/REKxLITGDeQR2oVmUZaTIP/story.html.

Commission européenne (2016), « Support study for impact assessment concerning the review of Merger Regulation regarding minority shareholdings, p.8, http://ec.europa.eu/competition/publications/reports/KD0416839ENN.pdf.

Commission européenne (2014), « Livre blanc, Vers un contrôle plus efficace des concentrations dans l'UE », COM(2014)449 final, pp. 8-15, http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014DC0449&from=EN.

Commission européenne (2013), ANNEX to the COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, Towards more effective EU merger control, Economic literature on non-controlling minority shareholdings ('Structural links'), SWD(2013)239 final, http://ec.europa.eu/competition/consultations/2013_merger_control/consultation_annex1_en.pdf.

Davis, G.F. (2008), « A new finance capitalism? Mutual funds and ownership re-concentration in the United States », European Management Review, vol. 5, n° 1, pp. 11-21, doi:10.1057/emr.2008.4.

Elhauge, E. (2017), « The Growing Problem of Horizontal Shareholding », *Antitrust Chronicle*, vol. 3, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2988281.

Elhauge, E. (2016), « Essay: Horizontal Shareholding », *Harvard Law Review*, vol. 129:1267, http://www.antitrustinstitute.org/sites/default/files/Elhauge.pdf.

Fichtner, J., E. Heemskerk et J. Garcia-Bernardo (2017), « Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk », *Business and Politics*, https://doi.org/10.1017/bap.2017.6.

Gilson, R. et J. Gordon (2014), « Agency Capitalism: Further Implications of Equity Intermediation », *European Corporate Governance Institute, Law Working Paper*, n° 239/2014, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2359690.

Government Accountability Office, United States (« GAO ») (2016), « Proxy Advisory Firms' Role in Voting and Corporate Governance Practices », *Report to the Chairman, Subcommittee on Economic Policy, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate*, http://www.gao.gov/assets/690/681050.pdf.

Hansen, R. et J.R. Lott Jr. (1996), « Externalities and Corporate Objectives in a World with Diversified Shareholder/Consumers », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, https://www.jstor.org/stable/pdf/2331386.pdf?refreqid=excelsior%3Ab714f7f18e73f6248e4e1b159d4809c3.

He, J. et J. Huang (à paraître), « Product Market Competition in a World of Cross ownership: Evidence from Institutional Blockholdings, *Review of Financial Studies*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2380426.

Holmstrom, B. (1982), « Moral Hazard in Teams », *The Bell Journal of Economics*, vol. 13, https://faculty.fuqua.duke.edu/~qc2/BA532/1982%20Rand%20Holmstrom%20team.pdf.

Hunnicutt, T. (2017), « S&P 500 to exclude Snap after voting rights debate », *Reuters*, http://www.reuters.com/article/us-snap-s-p/sp-500-to-exclude-snap-after-voting-rights-debate-idUSKBN1AH2RV.

International Competition Network (« ICN ») (2004), « Unilateral Effects », *ICN Report on Merger Guidelines*, chapitre 3, http://www.internationalcompetitionnetwork.org/uploads/library/doc561.pdf.

Investment Company Institute (2017), « Recent Mutual Fund Trends », 2017 Investment Company Fact Book, http://www.icifactbook.org/ch2/17_fb_ch2.

Jenter, D. et F. Kanaan, « CEO Turnover and Relative Performance Evaluation », *NBER Working Paper*, n° 12068, http://www.nber.org/papers/w12068.

Kennedy, P. et al (2017), « The Competitive Effects of Common Ownership: Economic Foundations and Empirical Evidence », https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3008331.

Krattenmaker, T. et S. Salop (1986), « Anticompetitive Exclusion: Raising Rivals'Costs to Achieve Power over Price », *The Yale Law Journal*, vol. 96, n° 2.

McCahery, J., Z. Sautner et L. Starks (à paraître), « Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors », *Journal of Finance*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1571046.

Monopolkommission (2016), « The Twenty-first Biennial Report by the Monopolies Commission (Monopolkommission) in accordance with Section 44 Paragraph 1 Sentence 1 of the German Act against Restraints of Competition », http://www.monopolkommission.de/images/HG21/HGXXI_Summary.pdf.

Morningstar (2017), « Global Investors Shun Equity, Return to Fixed Income in 2016 », *Global Asset Flows Report*, http://www.vfb.be/vfb/Media/Default/news/Morningstar.pdf.

Muraca, J. et A. Freeman (2017), *Regulation of proxy advisory firms*, http://www.kwm.com/en/au/knowledge/insights/regulation-proxy-advisory-firms-influence-voting-20170303.

O'Brien, D. et K. Waehrer (2017), « The Competitive Effects of Common Ownership: We Know Less than We Think », https://ssrn.com/abstract=2922677.

O'Brien, D. et S. Salop (2000), « Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control », *Antitrust Law Journal*, vol. 67, http://scholarship.law.georgetown.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1200&context=facpub.

OCDE (2017), « Inequality: The Hidden Cost of Market Power », *Direction des affaires financières et des entreprises, document de travail du Secrétariat pour le Comité de la concurrence*, https://one.oecd.org/document/DAF/COMP(2015)10/en/pdf.

OCDE (2015), Principes de gouvernement d'entreprise du G20 et de l'OCDE, Éditions OCDE, http://dx.doi.org/10.1787/9789264236905-fr.

OCDE (2014), « Institutional investors and ownership engagement », *OECD Journal: Financial Market Trends*, vol. 2013(2), https://www.oecd.org/corporate/Institutional-investors-ownership-engagement.pdf.

OCDE (2011), *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*, Gouvernement d'entreprise, Éditions OCDE, http://dx.doi.org/10.1787/9789264128750-en.

OCDE (2009), *Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages*, OCDE, http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/43056196.pdf.

OCDE (2008), *Table ronde sur les problèmes de droit de la concurrence concernant les participations minoritaires et le cumul des mandats d'administrateur*, DAF/COMP(2008)30, http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=DAF/COMP(2008)30&docLanguage=En.

Óladóttir, A.D. et al. (2017), « Serving the same masters while competing: Common ownership of listed companies in Iceland », Icelandic Review of Politics and Administration, vol. 13, n° 1, http://www.irpa.is/article/view/a.2017.13.1.2/pdf.

Ordover, J.A. (2008), « Coordinated Effects », *Issues in Competition Law and Policy*, *American Bar Association*, vol. 2, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1527808&download=yes.

Paha, J. et S. de Haas (2016), *Beiträge zur Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik 2016: Demographischer Wandel - Session: Corporate Governance*, n° A11-V2, https://www.econstor.eu/handle/10419/145640.

Patel, M. (à paraître), « Common Ownership, Institutional Investors and Antitrust », *Antitrust Law Journal*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2941031.

Posner, E., F. Scott Morton et E.G. Weyl (à paraître), « A Proposal to Limit the Anti-Competitive Power of Institutional Investors », *Antitrust Law Journal*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2872754.

Reynolds, R. et B. Snapp (1986), « The competitive effects of partial equity interests and joint ventures », *International Journal of Industrial Organisation*, vol. 4, n° 2, https://econpapers.repec.org/article/eeeindorg/v_3a4_3ay_3a1986_3ai_3a2_3ap_3a141-153.htm.

Rock, E.B. et D. Rubinfeld (2017), « Antitrust for Institutional Investors », *New York University School of Law, Law & Economics Research Paper Series*, Working Paper n° 17-23, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2998296.

Rubin, A. (2006), « Diversification and Corporate Decisions », *Corporate Ownership and Control*, vol. 3, n° 3, http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.487.8053&rep=rep1&type=pdf.

Salop, S. et D. O'Brien (2000), « Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control », *Antitrust Law Journal*, vol. 67, http://scholarship.law.georgetown.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1200&context=facpub.

Schmalz, M. (2016), Presentation to Charles River Associates Annual Brussels Conference Panel Discussion, « Mergers & common ownership: Are we allowing markets to become too concentrated? », https://www.youtube.com/watch?v=HPmve4h7--Q&feature=youtu.be.

Schmalz, M. (2015), « How Passive Funds Prevent Competition », http://ericposner.com/martin-schmalz-how-passive-funds-prevent-competition/.

Seldeslachts, J., M. Newham et A. Banal-Estanolin (2017), « Common ownership of German companies », *DIW Economic Bulletin*, n° 30, https://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.562467.de/diw_econ_bull_2017-30.pdf.

Siciliani, P. et D. Norris (2017), « Bitesize: Common ownership across UK banks: implications for competition and financial stability », *Bank Underground*, https://bankunderground.co.uk/2017/07/14/bitesize-common ownership-across-uk-banks-implications-for-competition-and-financial-stability/.

Spross, J. (2017), « What the Snap brouhaha reveals about the modern stock market », *The Week*, http://theweek.com/articles/716199/what-snap-brouhaha-reveals-about-modern-stock-market.

Trivieri, F. (2007), « Does cross ownership affect competition?: Evidence from the Italian banking industry », *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 17, n° 1, https://ideas.repec.org/a/eee/intfin/v17y2007i1p79-101.html.

Williams, A.C. et M.E. Ortega (2012), *Optimal Financial Health: The Doctor's Essential Wealth Management and Preservation Handbook*, iUniverse Press, pp. 83-85.

Woodbury, J. (2017), « Can Institutional Investors Soften Downstream Competition? », *Competition Policy International Antitrust Chronicle*, https://www.competitionpolicyinternational.com/wp-content/uploads/2017/06/CPI-Woodbury.pdf.

Zigelski, S. (2009), « Der wettbewerblich erhebliche Einfluss wird », *Wirtschaft und Wettbewerb*, vol. 20, https://der-betrieb-wirtschaftspruefer.owlit.de/document/zeitschriften/wirtschaft-und-wettbewerb/2009/heft-12/abhandlungen/der-wettbewerblich-erhebliche-einfluss-wird-2/MLX_5f16?authentication=none.

Annexe : Estimation des effets de l'actionnariat commun

Deux études empiriques récentes ont mis en évidence un lien empirique entre l'actionnariat commun et des prix plus élevés dans les marchés américains de la banque de détail et du transport aérien. Dans le dernier cas, il a été établi que l'actionnariat commun entraînait des augmentations de prix pouvant aller jusqu'à 12 %. Cette section fait la synthèse des approches théoriques et empiriques de ces deux études ainsi que des critiques qui leur ont été apportées.

Azar et al. (2016) ont réalisé une analyse économétrique des frais de services de dépôt facturés par les banques et de la relation entre ces frais et l'actionnariat commun. Plus précisément, ils étudient l'augmentation du montant moyen des frais aux États-Unis et montrent que des niveaux plus élevés de participation de fonds indiciels dans les banques expliquent en partie cette augmentation, en utilisant deux approches, l'une reposant sur une variable instrumentale et l'autre sur les doubles différences. Cette analyse s'appuie sur des recherches portant sur les participations croisées et elle utilise notamment à ce titre l'indice de Herfindahl-Hirschman modifié (IHHM) mis au point par O'Brien et Salop et décrit dans l'encadré 11 ci-après. Pour définir les spécifications du modèle, Azar et al. vérifient si leur version de l'IHHM (une version généralisée de l'IHH appelée dans cette étude GHHI) prédit mieux une variation des prix que l'IHH classique, ce qui s'avère être le cas.

Azar et al. (2017) examinent le secteur américain du transport aérien. Concrètement, ils testent l'impact de l'actionnariat commun sur les prix pour des liaisons précises. Ils utilisent des données de panel au niveau des entreprises sur une période de 14 ans et le delta IHHM comme mesure de l'actionnariat commun et en comparant avec une situation contrefactuelle où les compagnies ont un actionnariat distinct ou bien où elles ne tiennent pas compte des incitations générées par l'actionnariat commun. Ils montrent que le prix des billets d'avion est 3 % à 7 % plus cher du fait de l'actionnariat commun. Azar et al. conduisent une série de tests pour évaluer la validité de leur modèle, certains de ces tests visaient à déterminer s'il existe une causalité inverse (par exemple dans le cas où le prix des billets entraîne des changements en matière d'actionnariat commun). Ces derniers comprenaient une analyse par la méthode des doubles différences dans le but d'étudier les effets d'une fusion réalisée en 2007, analyse qui a montré que les prix étaient 10% à 12% plus élevés en raison de l'actionnariat commun. En outre, ils ont testé l'impact des hypothèses relatives à un contrôle proportionnel des investisseurs (par exemple en supposant que seuls les actionnaires détenant plus de 0.5 % des actions exerçaient une influence, seuls les 10 plus gros actionnaires, etc.) ainsi que du modèle de concurrence à la Bertrand (par rapport à celui à la Cournot).

Encadré 11. L'élaboration de l'indice de Herfindahl-Hirschman modifié

Bresnahan et Salop (1986) ont mis au point une version modifiée de l'indice de Herfindahl-Hirschman (indice de Herfindahl-Hirschman modifié – IHHM) pour prendre en compte l'impact des coentreprises sur les incitations en matière de concurrence dans un marché où prévaut une concurrence à la Cournot. Plus précisément, ils ont examiné les coentreprises formées par des entreprises concurrentes. Ils ont calculé les formules de l'indice modifié selon différents scénarios de contrôle, à savoir participation silencieuse, contrôle par l'une des sociétés mères, pleine propriété par une société mère (fusion) et contrôle conjoint limité.

S'appuyant sur cette étude, O'Brien et Salop (2000) ont appliqué le cadre de l'IHHM pour mesurer l'impact sur les incitations en matière de concurrence des participations croisées dans un secteur en général. Ils ont défini la variation de l'IHHM (le delta), qui dépend des parts de marché de l'entreprise acquéreuse et de l'entreprise cible ainsi que de la part des participations dans l'entreprise cible qui est analysée. De même que Bresnahan et Salop, O'Brien et Salop s'intéressent à un éventail d'opérations :

- **fusion complète** entre deux entreprises concurrentes (dans ce cas, le delta est le même que celui de l'IHH classique) ;
- **participation silencieuse** – la coentreprise prend des décisions uniquement dans son propre intérêt, sans tenir compte de l'impact de ses décisions sur les sociétés mères, mais ces dernières prennent des mesures unilatérales qui dépendent de leurs participations dans la coentreprise ;
- **contrôle total** – l'entreprise cible cherche à maximiser les bénéfices de la société mère ;
- **contrôle unidirectionnel** – « l'entreprise acquéreuse influence la gestion de l'entreprise cible pour maximiser les bénéfices communs, mais fixe indépendamment sa politique de prix » (pp. 613-614) ;
- **contrôle conjoint selon Coase** – les dirigeants de l'entreprise acquéreuse cherchent à maximiser les bénéfices communs des entreprises acquéreuse et cible ;
- **contrôle proportionnel** – le profit de chaque actionnaire est pris en compte selon la part que représente sa participation (scénario sur lequel reposent les modèles décrits plus haut).

À l'aide d'un exemple fictif, O'Brien et Salop montrent que la valeur du delta IHHM serait maximale dans le cas d'un contrôle total en raison d'un « problème de passager clandestin » analogue aux effets unilatéraux décrits plus haut (où « l'entreprise acquéreuse retire un gain de la hausse du prix appliquée par l'entreprise cible, mais ne paie qu'une part de ce prix. Une hausse du prix appliquée par l'entreprise cible conduit à une augmentation des ventes pour l'entreprise cible » (p. 578)).

Logiquement, l'ampleur de ce problème de passager clandestin dépend de la part de marché de chaque entreprise ; par exemple, si l'entreprise acquéreuse a une part de marché relativement faible et que les produits du marché sont homogènes, elle ne « récupère » que peu de clients perdus par l'entreprise cible à la suite de la hausse de prix de cette dernière. Lorsque le contrôle et la participation ne coïncident pas complètement, la différence entre les deux est également un facteur déterminant du problème du passager clandestin. Ainsi, une entreprise acquéreuse avec un haut niveau de contrôle, mais une participation relative faible peut être incitée s'approprier autant de clients de l'entreprise cible que possible. En d'autres termes, elle supportera un « coût » relativement plus faible

de l'augmentation du prix par l'entreprise cible.

À l'opposé, la participation silencieuse donne les deltas IHHM les plus faibles.

Le modèle d'O'Brien et Salop repose sur l'hypothèse d'une absence de collusion (expresse ou tacite) et ne s'intéresse qu'aux effets unilatéraux.

Critiques

La fiabilité des résultats de ces deux études a été contestée par certains auteurs. Par exemple, O'Brien et Waehrer ont des doutes quant à la capacité de l'IHHM à donner une idée exacte de la façon dont l'actionnariat commun a une incidence sur les prix (puisqu'il est possible que d'éventuels problèmes d'endogénéité dans la régression découlent de l'existence d'autres variables qui ont un effet sur le prix et sur l'IHHM).

D'autres préoccupations portant sur la causalité (est-ce la concentration, et non l'actionnariat commun, qui est la cause de l'augmentation des prix ?), les spécifications du modèle, la définition du marché, la robustesse et plus fondamentalement, la validité de la transposition de l'étude de O'Brien et Salop sur les participations croisées à la question de l'actionnariat commun ont également été exprimées (voir, en particulier, Rock et Rubinfeld 2017 ; Kennedy et al., 2017 ; O'Brien et Waehrer, 2017).

En outre, Azar et al. font l'hypothèse d'un contrôle proportionnel (présenté dans la section 2 plus haut), critiquée par O'Brien et Waehrer qui la considèrent sans fondement et qui estiment qu'elle occulte l'effet possible d'un regroupement d'investisseurs minoritaires visant à faire échec à l'influence des investisseurs institutionnels. Lorsqu'un investisseur institutionnel ne joue pas un rôle actif dans la gestion d'une entreprise, l'hypothèse d'une participation silencieuse pourrait être plus adéquate, ce qui supposerait un delta IHHM relativement faible.

Kennedy et al. (2017) conduisent leur propre analyse de l'actionnariat commun dans le secteur du transport aérien américain en utilisant une base de données semblable. Leur régression utilise un « terme d'incitations créées par l'actionnariat commun » plutôt que l'IHHM pour étudier l'impact de l'actionnariat commun, en raison des craintes quant à la validité de la transposition de l'IHHM à l'actionnariat commun (2017, p. 9). Ils montrent que l'actionnariat commun n'a pas d'effet sur le prix.