

Christopher LANTENOIS
CEPN, CNRS. Université Paris 13

Benjamin CORIAT
CEPN, CNRS. Université Paris 13

INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS
NON-RÉSIDENTS,
CORPORATE GOVERNANCE
ET STRATÉGIES D'ENTREPRISE
ÉVALUATION ET ANALYSE
À PARTIR D'UN PANEL DE FIRMES FRANÇAISES
ET ALLEMANDES (1999-2007)

Mots-clés : Corporate governance, investisseurs institutionnels, stratégie industrielle des firmes.

Key words : Corporate Governance, Institutional Investors, Firms' Industrial Strategy.

INTRODUCTION

Sur le plan théorique, cette recherche s'inscrit dans le cadre des approches institutionnalistes qui postulent la montée en puissance au cours des dernières décennies d'un nouveau mode d'accumulation dominé par la finance. Suivant ces approches, la déréglementation financière engagée dans les années 1970 s'est traduite tout à la fois par la formation de nouveaux acteurs stratégiques : les Investisseurs Institutionnels (II, par la suite), et par un changement dans la hiérarchie des formes institutionnelles qui soutiennent l'accumulation du capital, consacrant le rôle désormais « directeur » de la finance dans la dynamique économique (1). Au-delà de différences, qui sur certains aspects ne sont nulle-

- (1) Une présentation exhaustive de la place et du rôle tenus par la finance dans ces approches est donnée dans l'article de Lazonick et O'Sullivan (2000) ainsi que dans l'ouvrage d'Aglietta et Rebérioux (2004). Sur ce thème on peut se référer aussi à Boyer (2009), Guttman (2008), Coriat *et al.* (2006, 1^{ère} partie de l'ouvrage).

ment mineures (2), ces approches convergent sur quelques propositions clés qu'on peut résumer comme suit :

— l'épargne concentrée entre les mains d'acteurs spécialisés dans la gestion d'actifs au profit de tiers a suscité la formation ou le renforcement de méga-acteurs (fonds de pension, fonds mutuels, sociétés d'assurance, fonds d'arbitrage et de capital investissement...), qui, envisagés collectivement, sont devenus les principaux détenteurs de la propriété du capital des grandes entreprises ;

— ces nouveaux acteurs – les II – agissant le plus souvent en tant qu'actionnaires minoritaires ont été à même d'influencer significativement la fonction objectif des managers, pour les conduire à orienter leurs comportements et leurs décisions stratégiques dans un sens – celui de la *shareholder value* (3) – favorable à leurs intérêts (4) ;

— ces inflexions se sont traduites par l'affirmation de nouvelles orientations en ce qui concerne *les stratégies industrielles* elles-mêmes des groupes où opèrent les II.

L'objectif de cet article est de contribuer à tester ces propositions en procédant à une évaluation et à une mesure empirique de la montée des II, et *via* les mutations qui en ont résulté dans le gouvernement d'entreprise, de décrire et d'analyser les changements dans les comportements et les stratégies des firmes qui ont accompagné la montée des II dans le capital des entreprises.

Pour ce faire a été constituée une base de données formée d'un large échantillon de firmes françaises du CAC-40 et allemandes du DAX-30. La base a ainsi été composée avec des firmes situées dans des économies nationales à la fois comparables quant à leurs caractéristiques générales mais suffisamment distinctes pour évaluer le cas échéant les phénomènes de *path dependancy* et de résiliences dans les trajectoires nationales. Les sociétés retenues, toutes cotées dans ces deux indices au 31 décembre 2007, sont celles des principaux secteurs d'activités industriels, financiers et de services dans lesquels firmes françaises et allemandes disposent de positions solides : banque, assurance,

- (2) La divergence essentielle porte sur le point de savoir si le nouveau régime d'accumulation à dominante financière peut ou non et sous quelles conditions assurer sa reproduction sans crises majeures. Deux vues sur ce point opposé, sont proposées par Coriat *et al.* (2006), Boyer (2009), d'un côté, Aglietta et Reberieux (2004) Aglietta et Rigot (2009) de l'autre.
- (3) Sur ce point voir en particulier Lazonick et Sullivan (2000).
- (4) Notons que du côté de la théorie standard les développements conduits autour de la théorie contractuelle de la firme (notamment dans sa variante « droits de propriété ») prépareraient et justifiaient, souvent par avance, l'offensive visant à faire de la firme un instrument au service des seuls actionnaires. Cf. sur ce point les contributions présentées dans Barzel (1997) et pour une vue critique de ces représentations Biondi *et al.* (2007), ainsi que Coriat et Weinstein (2010).

automobile, équipementier, chimie, pharmacie, énergie et produits de base, équipements électriques et électroniques, télécommunications, distribution générale grand public... Nous avons ainsi constitué un panel de soixante-dix sociétés, quarante françaises et trente allemandes (la liste des sociétés retenues est présentée en Annexe). L'analyse couvre la période 1999-2007. À dessein, la dernière année retenue précède l'éclatement de la crise financière. Les données sont extraites pour l'essentiel des rapports d'activités des sociétés considérées et des bases de données Thomson One Banker Ownership, Fininfo et Worldscope.

L'article est organisé comme suit.

Dans un premier temps (section 1), l'analyse porte sur *l'évolution de la structure du capital des entreprises* retenues dans notre panel. L'attention est focalisée sur la personnalité des principaux actionnaires, leur nationalité, le montant de leur participation, ainsi que celle que détiennent les investisseurs étrangers. Est mise en évidence une modification drastique de la structure de la propriété du capital des entreprises mises sous examen, modification dominée par la très forte montée en puissance des II non-résidents. Ce constat sert de point de départ pour l'analyse empirique de deux séries de changements dont nous faisons l'hypothèse qu'ils sont plus ou moins fortement déterminés par l'entrée massive repérée des investisseurs étrangers.

La première investigation empirique (section 2) porte sur ce que nous qualifions de « relation actionnaire ». Sous ce vocable sont désignées les modifications dans le gouvernement des entreprises classiquement exigées des managers par les II. Suivant les prédictions de la théorie, ces derniers réputés plus exigeants que les actionnaires traditionnels exercent leur influence sur les sociétés dans deux directions conjointes : i) les amener à dégager plus de profit et à accroître la rentabilité de leurs fonds propres en utilisant le capital plus efficacement ; ii) les conduire à « rendre » aux actionnaires la plus grande partie de la valeur créée. Afin d'apprécier la manière dont ces exigences ont été prises en compte, nous procédons à différentes évaluations i) de l'évolution des profits, ii) de la rentabilité des fonds propres, iii) des dividendes distribués, iv) du taux de distribution des dividendes et enfin v) du volume des rachats d'actions.

La deuxième investigation (section 3) porte sur l'évolution du portefeuille d'activités des firmes concernées. L'entreprise diversifiée dans plusieurs métiers (souvent de type « conglomérale ») a été la figure dominante de l'organisation des grandes firmes tant françaises qu'allemandes depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. Pour les II, l'efficacité exige – à l'opposé de cette forme conglomérale – spécialisation et recentrage sur les « métiers » dans lesquels les entreprises disposent des avantages compétitifs les plus marqués. L'étude empirique conduite s'attache donc à évaluer dans quelles mesures la montée des II dans le capital des firmes s'est accompagnée d'un resserrement

du portefeuille d'activités. Une brève conclusion s'efforce de tirer les enseignements de ces investigations.

I. — MODIFICATIONS DANS LA STRUCTURE DU CAPITAL DES SOCIÉTÉS

La modification de la structure du capital des grandes firmes retenues dans notre panel est approchée à partir de trois séries d'indicateurs : le degré de concentration du capital (1.1), la personnalité des principaux actionnaires (1.2) et la présence des investisseurs étrangers (1.3). Pour clore cette analyse nous nous interrogerons sur l'impact de ces évolutions sur les « cœurs financiers » qui historiquement constituaient une spécificité des deux pays (1.4).

1.1. Une déconcentration de la propriété du capital

L'analyse de l'évolution de la concentration du capital livre des résultats nets. L'indicateur choisi ici est l'indice du degré de concentration médian du premier (C_1), puis des deux (C_2) trois (C_3), quatre (C_4) et cinq (C_5) premiers actionnaires, ainsi que leurs évolutions sur la période étudiée (5). Quels que soient les indices, nous constatons la même tendance à la déconcentration (tableau 1). Dans le cas de l'Allemagne, si la concentration du capital est restée relativement constante entre 1999 et 2001, *à partir de 2002 elle se réduit significativement*. L'explication de ce mouvement tient sans nul doute à l'entrée en application de la réforme fiscale entrée en vigueur le premier janvier de l'année 2002. Présentée au Parlement par le gouvernement Schröder en juillet 2000 afin de renforcer l'attractivité de l'économie allemande, la loi sur l'impôt sur les sociétés (*Körperschaftsteuergesetz*) exonère d'impôt les plus-values de cession de participations capitalistiques détenues depuis au moins un an, quel que soit le niveau de participation, alors qu'elles étaient jusqu'à alors taxées à hauteur de 50 %. L'effet de la loi est spectaculaire, puisqu'après le vote de la réforme, on a assisté à une vente massive d'actifs. Pour l'échantillon français, après un fort accroissement de la dispersion du capital en début de période, nous constatons au contraire un léger mouvement de reconcentration pour les indices C_1 , C_2 , C_3 et C_4 en fin de période.

Une même tendance générale à la déconcentration du capital s'observe dans le cas français. Cependant si l'on compare la concentration des sociétés du DAX-30 à celle du CAC-40, nous remarquons que l'indice français, hormis pour l'année 2001, a été sur toute la période plus concentré que l'allemand. En outre, alors que les niveaux de concentration semblaient converger à partir de

(5) Nous avons calculé les indices de concentration comme suit : l'indice de concentration C_1 représente la participation du premier actionnaire. L'indice C_2 est la somme des participations des deux premiers actionnaires. C_3 est donc la somme des participations des trois premiers actionnaires...

TABLEAU 1 : Évolution comparée des indices de concentration médians

Indice		31/12/1998	31/12/2001	31/12/2004	31/12/2007
C ₁	DAX-30	16,9%	17,2%	11,4%	9,4%
	CAC-40	21,5%	13,5%	12,0%	13,0%
Différence DAX/CAC		-4,6%	3,7%	-0,6%	-3,6%
C ₂	DAX-30	28,3%	24,0%	19,0%	13,6%
	CAC-40	35,6%	21,8%	18,2%	21,4%
Différence DAX/CAC		-7,3%	2,2%	0,8%	-7,8%
C ₃	DAX-30	34,4%	29,3%	22,7%	17,5%
	CAC-40	42,6%	27,3%	22,7%	24,9%
Différence DAX/CAC		-8,2%	2,0%	0,0%	-7,4%
C ₄	DAX-30	36,9%	31,6%	26,7%	20,7%
	CAC-40	43,8%	30,5%	26,7%	27,9%
Différence DAX/CAC		-6,9%	1,1%	0,0%	-7,2%
C ₅	DAX-30	39,2%	33,3%	29,0%	3,4%
	CAC-40	44,8%	32,5%	28,6%	29,6%
Différence DAX/CAC		-5,6%	0,8%	0,4%	-6,2%

Sources : Thomson One Banker Ownership. Calculs des auteurs. Pour les groupes non cotés en début de période, comme les filiales (ex. : Veolia, Infineon...) ou les entreprises publiques (ex. : EDF, Deutsche Post...), nous avons retenu l'hypothèse d'un actionnaire unique à 100%.

2001, nous constatons que le différentiel s'est de nouveau accru en fin de période, essentiellement à partir de l'indice C₂ (+7,8%). Toutes choses égales par ailleurs, *les firmes françaises disposent d'un second actionnaire dont la participation est plus importante que ceux des sociétés du DAX-30* (6).

1.2. L'institutionnalisation de la propriété du capital

Les données présentées jusqu'ici ne prennent tout leur sens que si elles sont complétées par des informations relatives à la personnalité des premiers

- (6) Lorsque nous nous intéressons à la personnalité des seconds actionnaires, nous remarquons de profondes différences entre la France et l'Allemagne. Pour les firmes du DAX-30, au 31 décembre 2007, 80 % des seconds actionnaires étaient un fonds d'investissement, 70 % non allemands. Pour la France, la part des étrangers est moindre (35,9 %), de même que celle des fonds d'investissement (48,7 %). Deux éléments peuvent justifier en partie la taille plus importante des seconds actionnaires français. D'une part, 23,1 % des actionnaires secondaires sont des salariés actionnaires de leur entreprise. D'autre part, 28,2 % sont des investisseurs stratégiques, comme par exemple Nissan dans Renault, Nestlé dans l'Oréal, le groupe Arnault dans Carrefour ou encore la Caisse des dépôts dans Accor.

TABLEAU 2 : *Personnalité des cinq premiers actionnaires*

		DAX-30				CAC-40			
		1999	2001	2004	2007	1999	2001	2004	2007
Investisseurs Stratégiques	Famille/dirigeant	8,4%	9,9%	7,3%	7,3%	14,3%	11,9%	8,5%	9,0%
	Firme	7,8%	9,2%	6,7%	7,3%	15,6%	13,0%	10,6%	7,5%
	État - Public	4,7%	5,6%	4,0%	2,7%	3,9%	5,7%	6,9%	5,5%
	Banque/assurance	7,0%	7,0%	5,3%	2,7%	1,3%	1,0%	1,1%	1,0%
	Salariés	0,0%	0,0%	0,0%	0,7%	11,0%	11,4%	11,7%	8,5%
	Somme	27,9%	31,7%	23,3%	20,7%	46,1%	43,0%	38,8%	31,3%
Gestion d'actifs	Inv. Advisor	60,4%	53,5%	64,0%	58,0%	39,0%	47,2%	52,1%	49,3%
	Inv. A/H. fund	10,1%	13,4%	9,3%	16,7%	9,1%	7,3%	5,9%	11,9
	Hedge Fund	0,0%	0,0%	0,7%	2,7%	0,0%	0,0%	0,0%	1,5%
	Private Equity	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,6%	1,6%	1,1%	2,5%
	Fonds souverain	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Banque/assurance	0,8%	0,0%	2,0%	1,3%	5,2%	0,5%	2,1%	2,0%
	Fonds de pension	0,0%	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,5%	0,0%	1,5%
	Somme	72,1%	68,3%	76,7%	79,3%	53,9%	57,0%	61,2%	68,7%
Dont étrangers	9,3%	14,1%	32,0%	61,3%	15,4%	22,4%	27,1%	46,8%	

Sources : Thomson One Banker Ownership.

Notes : Public (banque publique, banque régionale, CDC...).

actionnaires. Celle-ci dans chacun des deux pays a connu une évolution majeure, consacrant la montée des II, et parmi eux au tout premier chef des II non-résidents. Pour mesurer ces évolutions, nous nous sommes intéressés à l'évolution de la personnalité des cinq premiers actionnaires (tableau 2).

Comme l'indique le tableau, les résultats sont parlants. Pour l'Allemagne, au début de l'année 1999, deux faits doivent particulièrement retenir l'attention. Premièrement, la présence relativement marginale des investisseurs étrangers. En effet seulement 9,3 % de la population constituée par les cinq premiers actionnaires des sociétés du panel n'étaient pas allemands. Deuxièmement, et toujours à cette date, près des trois quarts (72,1 %) des cinq premiers actionnaires étaient des II, à l'écrasante majorité allemands (94,8 %). Sur ce point, il est utile d'indiquer que cinq fonds sortaient du lot en raison de la fréquence de leur présence dans le capital des groupes : Deka, la filiale de gestion d'actifs des caisses d'épargne allemandes, était présente dans vingt-deux sociétés sur trente comme l'un des cinq premiers actionnaires ; la Commerzbank, par le biais de Cominvest, dans treize sociétés et Allianz, par l'intermédiaire d'Allianz Global Investors, dans dix. Les fonds DWS et Deutsche Asset Management, deux filiales de marché de la Deutsche Bank, étaient quant à

elles respectivement présentes dans onze et dix-huit sociétés différentes. Ainsi, il n'est pas exagéré de dire que, au début de la période mise sous examen, *les fleurons du capitalisme allemand étaient pilotés par les grandes institutions financières résidentes* (7).

Au 31 décembre 2007 cependant, *force est de constater que la cartographie de l'actionnariat a été profondément bouleversée. D'une part, les investisseurs étrangers représentent maintenant 61,3 % de la population constituée par les cinq premiers actionnaires des sociétés de l'échantillon, soit une position largement majoritaire. D'autre part, la présence des II s'est également renforcée (79,3 %), en même temps que leur origine géographique s'est profondément internationalisée : plus des deux tiers (69,7 %) des II présents dans le capital des firmes allemandes sont en 2007 des non-résidents. Omniprésentes en 1999, les filiales de la Deutsche Bank, d'Allianz et de la Commerzbank, se sont massivement retirées des premières places au profit d'investisseurs étrangers. Comme nous le verrons (sections 2 et 3), ce désengagement des grandes institutions financières domestiques va s'accompagner de changements importants dans le comportement des firmes jusques et y compris en matière de stratégies industrielles* (8).

Pour les sociétés françaises, même si comme nous allons-le voir l'évolution constatée est comparable à celle connue par les firmes germaniques, il faut remarquer qu'en début de période (l'année 1999), trois spécificités contrastent avec le panorama allemand.

i) Tout d'abord il faut noter *l'importance de l'actionnariat des salariés* ; cette particularité française tient au fait qu'une série de dispositifs légaux et institutionnels permettant aux salariés de se constituer une épargne au sein de leur entreprise a été installée en France, et avec une relative constance depuis quelque deux décennies, par les pouvoirs publics (9). Aux formules anciennes – intéressement, participation, Plan d'Épargne d'Entreprise (PEE) – ont été surajoutées à partir du début des années 2000 des formules nouvelles : Plan d'Épargne Interentreprises (PEI), Plan Partenarial d'Épargne Salariale Volontaire (PPESV) devenu depuis le Plan d'Épargne pour la Retraite

(7) Outre-Rhin, comme dans la plupart des pays d'Europe continentale, la gestion collective s'insère dans le cadre de la banque universelle (AMF, 2007).

(8) Outre la forte réduction de leur participation capitalistique, les grandes institutions financières allemandes ont également réduit massivement leur présence au sein des conseils de surveillance, remettant profondément en cause une institution centrale du modèle rhénan, la relation banque – industrie (Lantenois, 2011).

(9) Pour une présentation de l'actionnariat salarié en France, cf. rapport Balligand et Foucauld (2000) et les publications de la DARES relatives à l'épargne salariale à l'adresse suivante : (<http://www.travail-solidarite.gouv.fr/etudes-recherche-statistiques-dares/statistiques/salaires-epargne-salariale/epargne-salariale/publications-dares-relatives-epargne-salariale.html>).

Collectif (Perco), dividende du « travail »... Ces facteurs expliquent que, au total, le groupe des salariés actionnaires de leur propre société représente 11,4 % de la population constituée par les cinq premiers actionnaires des sociétés du panel (10).

ii) Une deuxième particularité française est constituée par l'importance des sociétés non financières (15,6 %) dans la propriété du capital des sociétés étudiées. Sur ce point, *la constitution des noyaux durs* et l'intensification *des participations croisées* auxquelles il avait été procédé à la faveur des premières privatisations expliquent la particularité du paysage français (voir *paragraphe 1.4*). En 1999 ces participations croisées n'ont pas encore été toutes déliées et dissoutes, ce qui explique la forte présence constatée des sociétés non financières (11).

iii) Troisièmement, est remarquable la faiblesse relative des II. Un peu plus de la moitié (53,9 %) des cinq premiers actionnaires, contre les trois quarts pour l'Allemagne, étaient des II (résidents, rappelons-le à hauteur de 78,9 % du total des II).

Au-delà des différences, une similitude est observable entre les deux groupes de firmes françaises et allemandes. Comme pour les sociétés du DAX-30, les II français sont en 1999 essentiellement des filiales des grandes institutions financières françaises, dont cinq se distinguaient par la fréquence de leur présence. AXA Investment Managers, la filiale de l'assureur AXA, était un des cinq premiers actionnaires dans douze sociétés sur quarante; les caisses d'épargne, par l'intermédiaire du fonds Écureuil Gestion FCP, dans dix sociétés, la Société Générale dans neuf, BNP Paribas dans huit et le Crédit Agricole dans sept.

Cette situation initiale va connaître d'importants bouleversements. *Comme en Allemagne, l'évolution s'est faite vers une internationalisation et une institutionnalisation de la structure de la propriété*. En 2007 en effet, d'une part, les investisseurs étrangers représentent près de la moitié (46,8 %) de la population constituée par les cinq premiers actionnaires des sociétés de l'échantillon, (dans une proportion qui reste inférieure à celle que connaît l'Allemagne); d'autre part les II sont devenus majoritaires (68,9 %), et leur origine géographique s'est également internationalisée. *Près des deux tiers (63,7 %) sont dorénavant des non-résidents*. Quant aux investisseurs français,

- (10) La marginalité de l'actionnariat salarié allemand n'implique pas pour autant l'absence de capacité des salariés allemands à peser sur les décisions du management. Au contraire, leur présence institutionnalisée dans les conseils de surveillance et les comités d'établissement jouissant d'un pouvoir de veto sur les questions sociales leur accorde un pouvoir de négociation nulle part semblable en Europe.
- (11) Pour une histoire des privatisations, de la constitution puis de la dissolution des « noyaux durs », Coriat (2008).

il n'est pas inutile de souligner la très forte représentation de Natixis Asset Management, le pôle de gestion d'actifs de Natixis, la banque de financement et d'investissement commune des groupes Caisse d'Épargne et Banque populaire, présent dans trente-deux sociétés du CAC-40 comme l'un des cinq premiers actionnaires.

En 2007 est remarquable aussi le *retrait des sociétés non financières*, une évolution qui s'explique largement par la dissolution des participations croisées constitutives des noyaux durs, processus qui n'était pas encore entièrement accompli en 1999.

1.3. Une très forte internationalisation de la propriété du capital

En Allemagne, la montée en puissance des investisseurs étrangers dans les cinq premiers actionnaires traduit une tendance de fond. En quelques années, le verrou de la *Deutschland AG* a volé en éclat (Lantenois, 2011). Alors que le réseau dense de participations capitalistiques et humaines entre institutions financières et entreprises industrielles – la « banque industrie » – ne laissait que peu de possibilités aux investisseurs étrangers pour entrer dans le capital des sociétés allemandes, nous observons depuis le début de la décennie 2000 une forte internationalisation de la structure du capitalisme rhénan. Au trente et un décembre 2007, 53,1 % du capital des sociétés du DAX-30 était aux mains d'étrangers contre seulement un tiers (34,5 %) en 2001 (tableau 3, page suivante).

C'est ainsi que les principaux fleurons de l'industrie chimique (BASF, Bayer), automobile (Continental, Daimler) et électrique (Siemens) allemande sont aujourd'hui contrôlés par des II étrangers. Les « financières » ne sont pas en reste avec des niveaux d'internationalisation élevés (Commerzbank, Allianz, Munich Ré). La réforme fiscale de 2000 a ici joué un rôle décisif. En offrant la possibilité aux sociétés de se défaire de leurs participations capitalistiques à moindre coût, les pouvoirs publics ont ouvert une opportunité et une brèche dans laquelle les investisseurs étrangers se sont engouffrés (12). La bonne santé économique et financière des groupes allemands et la forte hausse de leurs profits ces dernières années ont entretenu ce mouvement, renouvelant régulièrement l'appétit des II étrangers pour les actifs germaniques (13).

Cet engouement pour les sociétés allemandes expliquerait qu'aujourd'hui, ces dernières sont légèrement plus internationalisées que leurs homologues français pour lesquelles l'arrivée en force des investisseurs étrangers est anté-

(12) Il est remarquable de noter que la France a connu de son côté une évolution analogue. C'est à l'occasion du « dénouement » des noyaux durs que les II étrangers sont entrés en masse dans le capital des plus grandes firmes françaises (Morin et Rigamonti, 2002; Coriat, 2008).

(13) Voir note page suivante.

*TABLEAU 3 : Investisseurs étrangers
dans le capital de quelques sociétés du panel*

DAX-30			CAC-40		
Sociétés	2001	2007	Sociétés	2001	2007
Allianz	32,0%	71,0%	Air France KLM	10,5%	32,0%
BASF	35,0%	50,0%	Alcatel	ND	72,0%
Bayer	39,0%	78,1%	Alstom	48,0%	46,0%
Commerzbank	37,0%	72,5%	AXA	55,0%	54,8%
Continental	64,0%	72,0%	Bouygues	23,8%	38,2%
Daimler	ND	61%	Crédit Agricole	< 25%	< 42%
Deutsche Bank	53,0%	55,0%	Danone	ND	41,8%
Deutsche Post	15,9%	60,3%	Lafarge	58,5%	64,7%
Deutsche Telekom	37,6%	41,5%	Lagardère	47,2%	62,3%
E.ON	42,2%	54,7%	L'Oréal	47,0%	50,0%
Linde	23,8%	53,6%	LVMH	16,9%	28,0%
Lufthansa	36,6%	23,3%	Michelin	50,7%	65,9%
MAN	19,0%	45,0%	Pernod Ricard	33,0%	40,0%
Merck	ND	80%	PPR	20,3%	28,8%
Munich Ré	35,0%	69,2%	Renault	20,0%	51,2%
RWE	15,0%	43,0%	Rhodia	41,5%	69,9%
SAP	49,3%	46,3%	Saint-Gobain	50,3%	35,0%
Siemens	48,0%	57,7%	Sanofi Aventis	40,0%	52,0%
ThyssenKrupp	25,0%	27,3%	Schneider	35,6%	53,0%
Volkswagen	23,9%	25,6%	Total	65,0%	69,0%
Moyenne DAX	34,5%	53,1%	Moyenne CAC	37,4%	46,7%

Sources : rapports d'activités. Calculs des auteurs. Les données sont datées au 31 décembre 2001 et 2007.

- (13) La présence majoritaire des investisseurs étrangers est un argument fort contre ceux qui doutaient de la compatibilité de la codétermination allemande avec les normes de gouvernance véhiculées par les marchés des capitaux et la culture de la *shareholder value qui leur est associée*. La présence des représentants des salariés avec voix décisionnelle dans les conseils de surveillance, la lourdeur et la complexité de leur fonctionnement et l'existence de comités d'établissement puissants ne semblent donc pas avoir pesé sur « l'attractivité » exercée par les groupes allemands sur les grands II internationaux. Ce point est discuté notamment par Goyer (2007), qui au terme d'une longue et minutieuse analyse empirique soutient qu'une différence entre la France et l'Allemagne de ce point de vue tiendrait au fait que les II seraient en Allemagne des investisseurs plus « patients » (Fonds de pensions, Mutual Funds...) que ceux qui se seraient massivement investis en France (où Hedge Funds et Private Equity seraient plus fortement représentés qu'en Allemagne).

rieure. Le « déboilage » à partir du milieu de la décennie 1990 des participations croisées issues des noyaux durs constitués lors des deux premières vagues de privatisations (1986-88 et 1993-95) a remis sur le marché des paquets d'actions qui ont été saisis en masse par les investisseurs étrangers (Coriat, 2008). Au 31 décembre 2007, les non-résidents détenaient ainsi 46,7 % de la capitalisation boursière des sociétés françaises de notre échantillon, contre déjà 37,4 % en 2001. Les grands industriels français de l'automobile (Renault, Michelin), de la chimie pharmacie (Sanofi-Aventis, Rhodia) et de l'énergie (Total) sont également majoritairement dans les mains des investisseurs non-résidents.

1.4. La dissolution des cœurs financiers

Une dernière évolution dont nous entendons souligner l'importance, tient dans les deux pays à *la dissolution des « cœurs financiers » qui historiquement constituaient une spécificité des deux pays*. Tant en Allemagne qu'en France, le système de propriété des grandes sociétés cotées, était en effet dominé par des relations capitalistiques particulières qu'il convient de rappeler.

Dans le cas de l'Allemagne, un trait remarquable de son organisation industrielle et financière tient à la position centrale tenue par les *établissements bancaires privés* (et dans une moindre mesure des compagnies d'assurance). Dans le financement de l'économie, les marchés financiers n'ont ainsi, pendant des décennies, joué qu'un rôle marginal. Dans ce pays une forte originalité est constituée par la relation de partenariat qu'auront tissée durablement entre eux les secteurs financiers et industriels. Les banques auront été à la fois membres de conseils de surveillance, créditrices, propriétaires, organisatrices de consortium et détentrices des droits de vote par procuration d'une multitude d'actionnaires (Höpner et Krempel, 2003). En tant que Hausbank, les établissements bancaires ont entretenu avec les entreprises industrielles et commerciales des liens privilégiés tout au long de leur cycle de vie, détenant une part importante des voix au sein des assemblées générales – grâce notamment aux procurations de leurs clients – et siégeant dans de nombreux conseils de surveillance. De ce fait les établissements financiers ont influencé directement la nomination des membres du directoire et, le cas échéant, leur révocation. Pivot du système financier, ils ont aussi pesé lourdement sur le paysage industriel en conduisant le mouvement des fusions et acquisitions. *Les restructurations se sont pour la plupart réalisées « hors du marché », par cession des blocs de contrôle* (Dupuy et Morin, 1991).

Quant au capitalisme français, son mode de fonctionnement s'est également appuyé pendant des décennies sur un « cœur financier » fait de réseaux d'alliance et participations capitalistiques croisées entre les grands groupes industriels et bancaires (Morin et Rigamonti, 2002). On peut même soutenir qu'à l'occasion des deux premières vagues de privatisations de 1986-1988 et de 1993-1995, les pouvoirs publics ont encore renforcé cette caractéristique du « modèle français » en formant les « noyaux durs », constitués d'actionnaires

s'engageant à garder durablement leur participation dans la firme privatisée ou à la céder à d'autres membres du noyau, afin d'assurer la stabilité de leur propriété, les protéger des prises de contrôle hostiles, et s'assurer de leur capacité à mettre en œuvre des stratégies industrielles de long terme (14).

En moins d'une dizaine d'années pourtant, les deux « cœurs » ont totalement imploré, et ce pour des raisons tant internes qu'externes.

Comme la déréglementation financière progressait et s'attendait à l'échelle globale, les parties prenantes ont considéré que les participations croisées devenaient un frein à leur propre expansion dans un environnement international de plus en plus concurrentiel, et dans lequel les opportunités de placement se multipliaient. Dans ce contexte, les cessions de participations ont été alors envisagées comme autant de nouvelles sources de financement. En Allemagne, le précurseur aura été la Deutsche Bank, qui dès le début de la décennie 1990, entama une refonte profonde de son modèle stratégique, délaissant son rôle de *Hausbank* pour dégager les ressources nécessaires à son engagement dans les activités de marché. Par la suite, elle fut imitée par la Dresdner Bank et les principales institutions financières domestiques. À partir de 2002, date de l'entrée en vigueur de la réforme fiscale, les sociétés financières ont remarquablement accru le rythme du délestage de leur portefeuille de participations, déserté les assemblées générales et réduit leur présence au sein des conseils de surveillance (Lantenois, 2011). En France, le déclic est venu de l'assureur AXA, qui dans la foulée de sa fusion avec UAP, a lancé le mouvement de désengagement, accentué par une vague de fusions-acquisitions (15) (Morin et Rigamonti, 2002).

Comme nous le montrerons ultérieurement (cf. section 3) ce jeu de cessions, mené de façon continue et sur une très large échelle va modifier en profondeur l'organisation industrielle de chacun des deux pays. À une organisation marquée par la prégnance de très grandes firmes conglomerales – elles-mêmes appuyées sur des groupes bancaires et financiers auxquels les relie des relations fortes et anciennes – va se substituer une organisation marquée par des firmes plus recentrées, spécialisées et institutionnalisées dont le recours aux marchés financiers (plutôt qu'au crédit bancaire) pour le financement de leurs activités s'est accru.

- (14) À la fin de l'année 1996, trois pôles d'alliances sont alors distinguables où les institutions financières constituent les acteurs pivots : Société Générale, AGF, Paribas, Vivendi et Alcatel pour le premier, BNP, Compagnie Financière de Suez, Elf et Saint-Gobain pour le deuxième pôle, enfin d'Axa-UAP pour le troisième (Morin et Rigamonti, 2002).
- (15) Générale des Eaux, Havas et Canal+ (1997), Suez et Lyonnaise des Eaux (1997), Rhône Poulenc et Hoescht (1999), Total, Petrofina et Elf Aquitaine (2000), BNP et Paribas (2000), Vivendi et Seagram (2000), Usinor, Arbed et Acelaria (2001), Crédit agricole et Crédit Lyonnais (2003), Sanofi et Aventis (2004)...

II. — INFLUENCES SUR LA RELATION ACTIONNAIRE

Suivant les prédictions de la théorie qui postule le rôle dominant et désormais directeur de la finance, la montée des II doit se traduire, via les changements dans la corporate governance (16), par des changements significatifs et perceptibles dans les objectifs que se fixe la firme et l'allocation qu'elle fera des profits obtenus.

On admet en général dans ces approches que l'influence des II tend à faire assumer par les managers le double objectif : i) de maximiser le profit notamment sous la forme du cash disponible rétrocedé aux actionnaires (sous formes de dividendes) et de maximiser la valeur des titres acquis (en recourant si nécessaire au rachat et à la destruction d'actions) (17) (Lazonick et O'Sullivan 2000, Aglietta et Rebérioux, 2004).

Nous nous proposons dans cette section d'analyser comment et jusqu'où la montée en puissance récente des institutionnels dans le capital des plus grandes sociétés allemandes et françaises a influencé les comportements et les stratégies des firmes. Pour ce faire nous nous intéresserons successivement aux évolutions des profits (2.1.), à la rentabilité des fonds propres (2.2.), aux dividendes distribués (2.3) et à la pratique du rachat d'actions (2.4) entre 1999 et 2007 pour les soixante-dix entreprises de notre panel.

2.1. Dans les deux pays : montée spectaculaire des profits

Premier constat, quel que soit leur secteur d'activités, le montant des profits générés par les sociétés allemandes et françaises a explosé sur la période étudiée (18). En 1999, les trente sociétés allemandes du panel ont dégagé quelque 26,696 Mds€ de bénéfices. Après quelques années de vaches maigres en rai-

- (16) Suivant les « codes de bonne conduite » ou les « chartes » imposés par les II, les bénéficiaires de l'investissement doivent satisfaire plusieurs conditions. Les sociétés doivent faire preuve de transparence et d'égalité dans l'information qu'elles transmettent à leurs actionnaires, quel que soit le montant de leur participation. Sur cet aspect, les groupes considérés ont fait depuis une décennie de véritables progrès, et tous respectent les normes et pratiques usuelles. Les standards anglo-saxons relatifs à l'aspect formel de la communication ont été adoptés : création de départements « relations investisseurs », sites internet dédiés, publication de rapports trimestriels, organisation de road shows et de présentations, adoption des normes comptables internationales... En Allemagne, les actions à droit de vote multiple ont été également abolies en 1998 par la KonTraG si bien que le principe « une action - une voix » est très largement appliqué.
- (17) De multiples techniques de management ont été mises au point afin de satisfaire à ces objectifs. Parmi elles la méthode EVA a spécialement retenu l'attention. Toutes cependant accordent une importance particulière au ROE (*return on equity*). Sur la méthode EVA, cf. (Lordon, 2000 ; Ponsard et Zarlowski, 1999 ; et Morin, 2006).
- (18) Nous retenons le profit après paiement des intérêts et des impôts (résultat net ou bénéfice net).

son de la stagnation allemande du début de millénaire, la crise du secteur bancaire et une conjoncture internationale morose, *le montant des profits n'a cessé de croître à partir de 2003*. En quatre ans, les bénéfices ont été multipliés par plus de quatre (+339 %), passant de 17,543 Mds€ en 2003 à près de 77 Mds€ (76,991 milliards) en 2007. Sur la même période, le chiffre d'affaires total des sociétés de l'échantillon ne croissait que de 12,2 %, soit un rythme 28 fois moindre que le dynamisme des profits.

Pour les sociétés françaises, le constat est similaire. En 1999, l'ensemble des sociétés françaises de notre panel a dégagé 29,614 Mds€ de bénéfices contre près de 100 Mds (99,968) en 2007. Sur la sous-période 2003-2007, la progression des profits a également été beaucoup plus dynamique (+ 170 %) que celui du chiffre d'affaires (+ 35,4 %), mais moindre qu'en Allemagne.

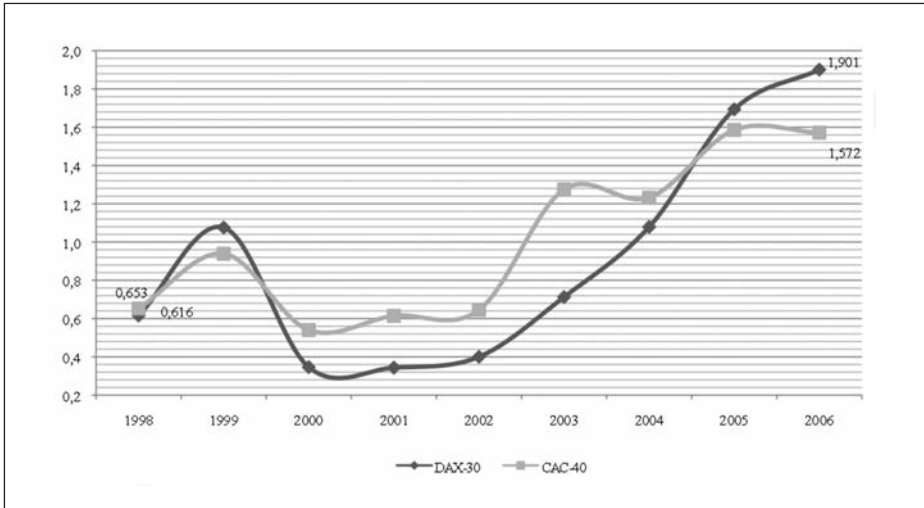
Si nous raisonnons à partir de la médiane pour atténuer l'influence des valeurs extrêmes (19), il apparaît qu'entre 1999 et 2007, le profit médian allemand a plus que triplé (+201,6 %), croissant de 0,630 Mds€ à 1,901Md (graphique 1). Quant au profit médian français, sa progression quoique spectaculaire (+ 140,8 %) a été moindre que celle enregistrée en Allemagne. La médiane française qui s'établissait à 0,653 Md en 1999 a atteint 1,572 Md en 2007. Au contraire, la croissance du chiffre d'affaires médian de l'échantillon français (+ 62,3 %) a été plus forte que celle connue par les Allemagne (7,5 %). Pour notre panel germanique, le chiffre d'affaires médian a crû de 25,194 Mds€ en 1999 à 27,074 Mds en 2007, contre respectivement 14,855 Mds€ et 24,114 pour la France. La marge nette médiane du panel allemand, mesurant le rapport du résultat net au chiffre d'affaires, a convergé vers les performances des sociétés françaises de l'échantillon (20).

2.2. L'évolution de la rentabilité des fonds propres et la convention d'un ROE à 15 %

La rentabilité des capitaux propres ou des actionnaires (« *return on equity* », par la suite ROE) s'obtient en rapportant le résultat net aux capitaux propres.

- (19) Le choix du recours à la médiane se justifie essentiellement par le fait qu'elle n'est pas influencée par les extrêmes et les cas aberrants, contrairement à la moyenne. À titre d'illustration, les pertes additionnées de France Télécom (20,9 Mds€) et Vivendi (22,4 Mds€) pour l'exercice 2002 ont été tellement importantes que le profit moyen de l'échantillon français a été négatif (-0,430 Md). Sans ces deux firmes, il aurait été positif avec une valeur de 0,810 milliard, soit une amplitude entre les deux cas de 1,240 Md. Quant au profit médian, l'amplitude est nettement plus faible (0,050 milliard). D'une valeur de 0,740 Md€ avec Vivendi et France Télécom, le profit médian croît à 0,790 milliard sans ces deux sociétés.
- (20) La marge nette (ou taux de profit) du panel allemand a crû plus vite que celui des firmes françaises. De 2,5 % en 1999, le taux de profit médian allemand est passé à 7,0 % en 2007, soit un quasi-triplement. Pour la France, les ratios sont respectivement de 4,4 % (1999) et 6,5 % (2007).

GRAPHIQUE 1 : Évolution comparée du profit médian en Md€



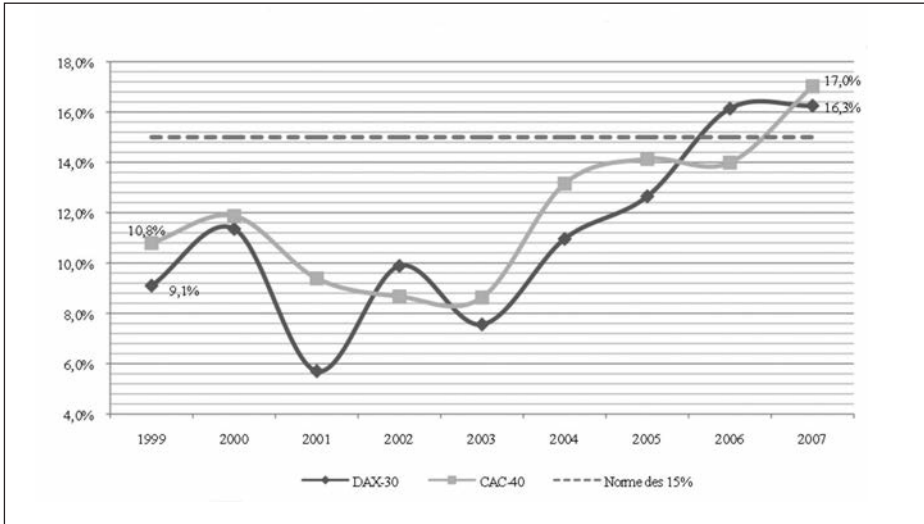
Données : FININFO. Calculs des auteurs.

Cet indicateur comptable est devenu depuis près d'une vingtaine d'années une véritable référence au sein de la communauté des analystes financiers. Il a été souvent affirmé qu'un taux de 15 % correspondait à une exigence forte des investisseurs. Une sorte de condition posée au maintien de leur présence dans le capital des entreprises. Si bien que ce chiffre pouvait être considéré comme une véritable convention servant pour les II de critère d'évaluation de l'efficacité du management.

L'analyse des données à laquelle nous avons procédé, confirme que cette norme de 15 % a bien été un objectif recherché par les entreprises cotées de notre panel. Mieux encore il apparaît qu'en fin de période, la rentabilité médiane des capitaux propres des sociétés allemandes a même dépassé le seuil symbolique avec des taux de 16,1 % en 2006, puis 16,3 % en 2007 (graphique 2, page suivante). Pour les firmes françaises, le seuil de 15 % a été franchi en 2007, avec un ROE médian de 17 %.

Dans chacun des pays cependant, avant d'atteindre ces seuils, la rentabilité a fortement fluctué. Après un pic à 11,4 % pour les allemandes et 11,9 % pour les françaises en 2000, le ROE médian a chuté les années suivantes, les firmes germaniques connaissant un creux en 2001 à 5,7 %, et les françaises en 2003 à 8,6 %. Ces évolutions s'expliquent par le fait que les exercices 2001, 2002 et 2003, consécutifs à l'explosion de la bulle formée sur les marchés des technologiques ont été particulièrement difficiles. Depuis 2003, cependant le rétablissement de la rentabilité a été particulièrement spectaculaire, notamment outre-Rhin, si bien qu'en 2007, 63,3 % des sociétés allemandes franchissaient le seuil, pour un peu plus de la moitié (55,0 %) des françaises.

GRAPHIQUE 2 : Évolution comparée du ROE médian



Sources : Rapports d'activités. Calculs des auteurs.

Un point décisif doit être ici souligné. *Pour la majorité des sociétés de l'échantillon, la norme des 15 % n'était pas acquise en début de période.* C'est un objectif qu'elles ont cherché à atteindre en adoptant des stratégies adaptées. Nous reviendrons par la suite (cf. section 4) sur certains comportements des firmes en matière de stratégie industrielle en traitant du phénomène de recentrage d'activités et de délestage des actifs réputés non essentiels au cœur de l'activité. Il s'agit là, pensons-nous, d'une des orientations nouvelles, impulsées par les II, qui ont permis d'atteindre et de dépasser la norme d'un ROE à 15 %.

Le tableau 4 nous renseigne sur les conditions dans lesquelles la norme a été atteinte et dépassée. Nous y avons calculé la moyenne des ROE pour chaque société pour deux périodes de trois exercices afin de gommer les mouvements erratiques : 1999 à 2001 et 2005 à 2007. Les résultats parlent d'eux-mêmes. 75,9 % des sociétés du DAX-30 et 70,5 % des sociétés de l'échantillon français ont vu sur les deux périodes leur performance en matière de ROE s'améliorer.

2.3. La politique de distribution des dividendes

La politique de distribution des dividendes est traditionnellement un paragon du capitalisme financier. Qu'il s'agisse d'une distribution directe sous forme de dividendes ou d'une action plus indirecte sous la forme du rachat et de destruction d'actions, ces indicateurs sont unanimement considérés comme

TABLEAU 4 : Évolution du ROE moyen de quelques firmes du panel sur deux périodes (1999-2001 et 2005-2007)

DAX-30				CAC-40			
Sociétés	99-01	05-07	Δ	Sociétés	99-01	05-07	Δ
BMW	1,5%	15,5%	14,0	Vallourec	3,8	41,2	37,4
MAN	8,1%	21,9%	13,8	Vivendi	-11,7	20,1	31,8
Fresenius	-0,7%	11,8%	12,5	ArcelorMittal	-10,6	20,0	30,6
ThyssenKrupp	5,6%	17,9%	12,3	France Télécoms	-2,6	19,1	21,7
Merck	17,0%	28,9%	11,9	Unibail-Rodamco	4,9	24,9	20,0
Deutsche Lufthansa	5,2%	16,9%	11,8	Veolia	-6,2	13,8	19,9
RWE	9,7%	21,1%	11,4	Alstom	7,4	22,5	15,2
Deutsche Bank	6,5%	16,7%	10,3	Danone	8,8	22,0	13,1
Deutsche PostBank	3,9%	13,2%	9,3	Total	18,6	29,9	11,2
Munich Ré	4,9	14,0	9,0	Bouygues	9,8	20,8	11,0
BASF	18,2	20,1	1,8	Capgemini	8,4	8,0	-0,4
Deutsche Telekom	5,5%	6,8%	1,3	Vinci	18,2	17,7	-0,6
Volkswagen	8,6%	9,3%	0,7	Lagardère	12,1	11,5	-0,6
Daimler	10,9%	10,7%	-0,2	Saint-Gobain	11,9	10,8	-1,0
SAP	25,0%	24,3%	-0,6	Sanofi-Aventis	11,6	9,3	-2,3
Siemens	14,6%	12,6%	-2,0	PPR	13,8	8,3	-5,5
TUI	7,5%	-3,4%	-10,9	PSA	12,3	4,3	-7,9
Infineon	8,4%	-6,0%	-14,4	EADS	13,0	3,3	-9,7
Adidas	32,1%	17,1%	-15,1	STMicroelectronics	13,3	2,1	-11,2
Deutsche Post	36,0%	20,1%	-15,8	Alcatel Lucent	-11,8	-7,0	4,7
Moyenne du panel allemand	10,8%	15,1%	4,6 pts	Moyenne du panel français	8,3%	14,8%	6,5 pts

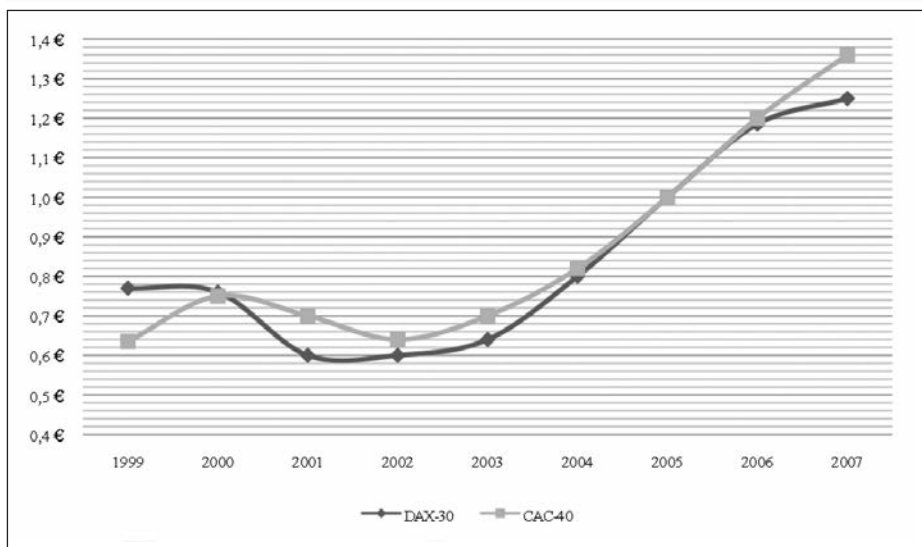
Sources : rapports d'activités, calculs des auteurs. Ne sont pas pris en compte EDF, GDF et Hypo Real Estate.

particulièrement significatifs du pouvoir des actionnaires et de leur capacité à influencer la politique des entreprises dans lesquelles ils sont présents. Rappelons en effet que les montants des dividendes sont fixés en assemblée générale par les actionnaires qui décident de l'affectation du résultat de l'exercice. Afin d'apprécier l'évolution du comportement des firmes de notre échantillon, nous avons ici retenu deux critères d'évaluation : le taux de croissance du dividende par action et le taux de distribution ou « *payout ratio* ».

2.3.1. Le taux de croissance du dividende par action

Entre 1999 et 2007, les évolutions et la valeur du dividende par action médian distribué par les firmes allemandes et françaises ont été très proches (graphique 3 page suivante).

GRAPHIQUE 3 : Évolution du dividende par action médian



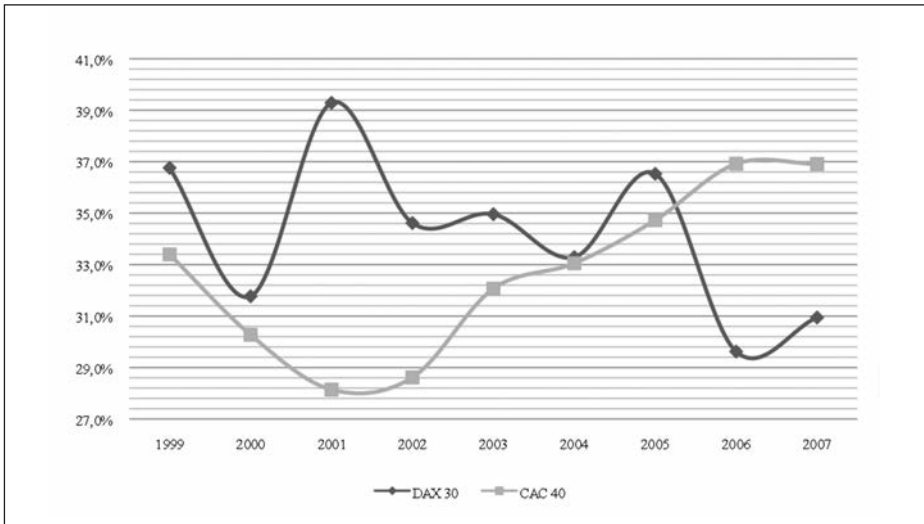
Sources : rapports d'activités, calculs des auteurs.

Après une légère décreue en début de période, le dividende médian par action n'a cessé de croître depuis 2002. D'une valeur de 0,60 € par action en 2002, le dividende médian allemand a plus que doublé en cinq exercices pour atteindre 1,25 € en 2007. Les valeurs françaises sont similaires : 0,64 € en 2002 et 1,36 € en 2007. Ces analogies laissent supposer qu'en cette matière les entreprises sont en concurrence aiguë pour ne pas se laisser distancer, ce qui régulièrement et presque de manière homothétique pousse à la hausse le montant des dividendes versés aux actionnaires.

Notons cependant ici que les différentes sociétés cotées ayant un nombre d'actions en circulation qui peut diverger de façon très importante, un même montant total de dividendes distribués se traduira par un dividende par action versé d'un montant différent. Aussi pour comparer entre-elles les sociétés, le *taux de croissance du dividende par action* est donc un indicateur important. De ce point de vue il faut observer qu'entre 2003 et 2007, 60 % des firmes allemandes ont au moins doublé le montant du dividende par action distribuée contre 47,4 % des sociétés françaises.

Au total, qu'il s'agisse de la France ou de l'Allemagne, force est de constater que la montée en puissance des II s'est bien accompagnée d'une forte croissance du dividende par action, sa valeur médiane étant fixée à des niveaux remarquablement analogues dans les deux pays.

GRAPHIQUE 4 : Évolution comparée du taux de distribution médian



Sources : rapports d'activités, calculs des auteurs.

2.3.2. Le taux de distribution des dividendes

Un indicateur, complémentaire du précédent, permettant d'apprécier l'influence des II est constitué par le taux de distribution des dividendes, lui-même étant mesuré par le rapport des dividendes distribués au résultat net des entreprises (21). Précisons que, lorsque l'entreprise pioche dans ses réserves pour distribuer un montant de dividendes supérieur aux profits réalisés, les taux de distribution excèdent alors les 100 %. Sur toute la période étudiée, dix sociétés allemandes (33,3 % du panel allemand) et six françaises (15,0 % du panel français) ont au moins une fois distribué plus de dividendes que le résultat net de l'exercice réalisé. Il n'est pas rare qu'une entreprise décide également de maintenir la distribution d'un dividende malgré un exercice négatif. Un quart des entreprises françaises (27,5 %) et allemandes (23,3 %) ont eu au moins une fois recours à cette pratique sur la période.

Entre 1999 et 2007 et en dépit de fortes fluctuations, nous constatons globalement un léger recul du taux de distribution médian allemand, ce dernier passant de 36,8 % à 30,9 % (graphique 4). Ceci signifie que dans ce pays *les dividendes distribués ont crû moins vite que le montant des profits réalisés*. Au contraire le schéma français se présente comme inverse. Sur la période, le taux de distribution médian français a légèrement augmenté, pour passer de 33,4 % à 36,9 %.

(21) Ici encore, en raison de certaines valeurs faussant la pertinence des calculs, nous raisonnerons à partir de la médiane.

Les valeurs allemandes et françaises du dividende par action médian étant proches, si l'on tient compte du fait que les profits des firmes allemandes ont connu un taux de croissance supérieur à celui des françaises, *il faut en déduire qu'une part plus importante des profits français est allouée aux actionnaires*. La très forte expansion connue par les profits allemands explique que les entreprises germaniques ont pu tout à la fois accroître fortement le montant de leurs dividendes et réduire la part de leur profit distribué.

À la lecture des graphiques 3 et 4, nous constatons que les fluctuations des dividendes par action médians allemands et français sont moins abruptes que celles du taux de distribution. Autrement dit, le montant du dividende par action a évolué de façon beaucoup plus régulière que celui des profits réalisés, hypothèse corroborée par les données compilées dans les graphiques 1 et 3. Surtout, ce constat implique que *les firmes étudiées ont cherché à lisser leur politique de distribution pour ne pas avoir à faire supporter à leurs actionnaires les évolutions cycliques de leur résultat net*. C'est ainsi que le taux de distribution augmente ou diminue selon le résultat pour atténuer au maximum les fluctuations du dividende par action en cas de variation sensible des profits. Lorsqu'une société clôture sur un exercice médiocre ou inférieur aux attentes, elle accroît la part des profits distribués aux actionnaires pour maintenir une certaine régularité du dividende versé par action.

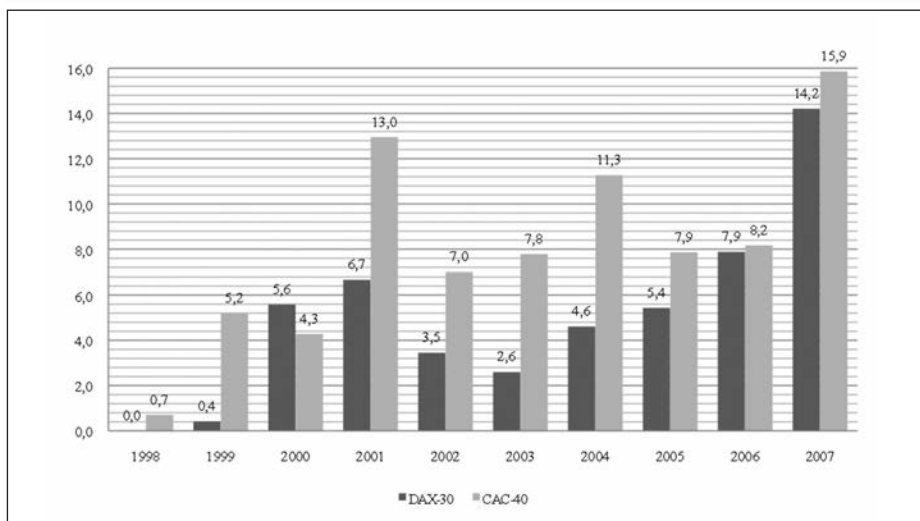
2.4. Le rachat des actions

Le rachat d'actions (« *share buy-back* » ou « *equity repurchase* »), au même titre que le dividende, est un moyen de rendre des liquidités aux actionnaires. Mais contrairement au versement de dividendes qui est un phénomène récurrent, le rachat d'actions a un caractère ponctuel (Vernimmen, Quiry et Le Fur, 2008). En Allemagne et en France, la pratique a été libéralisée au cours de la même année 1998 (22). Les volumes d'actions ne doivent pas excéder les 10 % du capital et le rachat doit s'organiser dans le cadre d'un programme de rachat d'actions, d'une durée maximale de dix-huit mois, approuvé par l'assemblée générale des actionnaires. Les actions rachetées peuvent être annulées (on parle alors de réduction du capital), ou conservées par la société.

Plusieurs motivations peuvent justifier le lancement d'un tel programme et les entreprises jouissent d'une grande latitude : distribuer des actions ou des options d'achat aux salariés et/ou dirigeants, conserver des actions en vue de leur remise ultérieure sur le marché ou en paiement dans le cadre d'une opé-

(22) La KonTraG du 1^{er} mai pour l'Allemagne, la réforme du 2 juillet en France. Avant ces deux lois et à quelques exceptions près, les sociétés cotées se voyaient interdites de souscrire, acheter ou prendre en gage, soit directement, soit indirectement, leurs propres actions.

GRAPHIQUE 5 : Évolution des rachats d'actions en Md€



Sources : Worldscope, rapports d'activités. Calculs des auteurs.

ration de croissance externe, réguler le cours de bourse et assurer l'animation du marché... L'annulation des actions retirées de la circulation génère un « effet de relation » à l'origine d'un gonflement mécanique du bénéfice net par action et de la rentabilité des capitaux propres, ce qui accroît l'attractivité du titre. En outre, l'annonce d'un programme de rachat d'actions se traduit couramment par une progression du cours de bourse supérieure à ce qu'elle aurait dû être sans cet événement (23).

À partir des données de notre panel, nous constatons d'une part la montée en puissance du mécanisme au cours de la période étudiée (graphique 5). Par ailleurs, comme le montre le tableau 5, page suivante, tant en Allemagne qu'en France, les volumes de rachats se concentrent autour d'un petit nombre de sociétés. Outre-Rhin, trois quarts des montants alloués aux rachats d'actions ont été réalisés par cinq sociétés : Deutsche Bank avec plus du quart (29,3 %) des montants totaux, BASF (16,3 %), E.ON (15,9 %), Daimler (7,5 %) et SAP (6,2 %). En France, la pratique est légèrement plus étendue et les montants totaux engagés sont plus conséquents. La concentration y est toutefois élevée, les rachats étant également le fait d'un nombre restreint de sociétés. À lui seul, le groupe pétrolier Total recouvre le tiers des montants français engagés.

(23) Voir notamment pour l'Allemagne Hackethal et Zdantchouk (2004) et pour la France Ginglinger et L'Her (2006).

TABLEAU 5 : Pratique du rachat d'actions dans quelques sociétés du panel sur la période 1998-2007

DAX-30			CAC-40		
Sociétés	Mds €	% Total	Sociétés	Mds €	% Total
Deutsche Bank	14,923	29,3%	Total	26,988	33,3%
BASF	8,308	16,3%	Danone	6,123	7,6%
E.ON	8,067	15,9%	Vivendi	4,361	5,4%
Daimler	3,835	7,5%	AXA	3,778	4,7%
SAP	3,179	6,2%	L'Oréal	3,315	4,1%
Munich Ré	2,564	5,0%	Peugeot	2,840	3,5%
Siemens	2,406	4,7%	BNP Paribas	2,534	3,1%
Volkswagen	2,282	4,5%	Sanofi	2,519	3,1%
Deutsche Börse	1,511	3,0%	Suez	2,448	3,0%
ThyssenKrupp	1,103	2,2%	Saint Gobain	2,239	2,8%
Total du panel allemand	50,875	100%	Total du panel français	81,086	100%

Sources : Worldscope, rapports d'activités. Calculs des auteurs.

Si l'on raisonne en masses, il est frappant de constater que la pratique est bien plus développée en France qu'en Allemagne (81,1 Mds€ rachetés en France contre « seulement » 50,8 Mds€ en Allemagne). Cette différence s'explique au moins en partie par le fait qu'en France d'importants programmes de rachats d'actions sont effectués dans le cadre de diverses formules de « participation » visant l'actionnariat salarié.

III. — LE PROCESSUS DE RECENTRAGE DES GROUPES INDUSTRIELS

L'entreprise de type « conglomérale » diversifiée dans plusieurs métiers a été la figure dominante de l'organisation des grandes firmes tant allemandes que françaises depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale (Whittington et Mayer, 2000). C'est sur une telle organisation que s'est construite la forte croissance de l'après guerre dans les deux pays. De multiples motifs expliquent la prégnance et la longévité de cette forme organisationnelle. Trois au moins de ces motifs doivent être rappelés. i) Tout d'abord l'existence d'un portefeuille diversifié d'activités au sein d'une entreprise multi-produits (et multi-secteurs) constitue un moyen d'amortir les risques, voire de lisser les chiffres d'affaires et les profits si l'entreprise abrite des activités obéissant à des cycles distincts de valorisation du capital ; ii) la diversification est aussi un moyen d'assurer la croissance de la firme, les secteurs « matures » profi-

tables permettant l'investissement dans les secteurs « jeunes » dont la rentabilité n'est pas encore assurée (24); enfin iii) comme le font remarquer avec insistance Pattel et Pavitt (1997, 1998a et 1998b) (et à leur suite nombre d'auteurs de la tradition évolutionniste), la compétence technologique dans des activités cœurs données exige et suppose la maîtrise de nombre de « compétences complémentaires » qui peuvent relever d'activités en apparence éloignées de l'activité où s'affirme la compétitivité de l'entreprise considérée. Sur le plan de la théorie économique, les théories de l'intégration verticale (Williamson, 1975) venant relayer celle des avantages de la grande corporation (Chandler, 1962), tout comme les théories de la firme construites autour de la firme comme « nœud de compétences » (25), font écho à ces arguments.

Pourtant, avec la montée de la déréglementation et de la financiarisation, ces représentations ont été battues en brèche, et dès les années 1980, la pratique dite du « recentrage sur le cœur de métier » a été mise en avant... La nouvelle vulgate, portée par les II met en avant le besoin de situations claires, où les firmes se conduisent comme de « *pure players* » bien spécialisés. En effet, les II ne sont pas favorables à l'existence de groupes diversifiés, situation qui, soutiennent-ils, multiplie les risques de « mauvaise allocation » des ressources, en particulier lorsque les profits des divisions (ou activités) les plus rentables sont utilisés pour soutenir celles des divisions (ou activités) en difficulté.

Cette position va d'autant moins de soi que s'agissant de l'activité bancaire et financière c'est le point de vue inverse qui est défendu par les acteurs de la finance. Ceux-ci n'ont eu de cesse que d'obtenir la fin de la segmentation et de la spécialisation des établissements bancaires et financiers dans des métiers distincts qu'avait instaurées le Glass Steagall Act après la crise de 1929. Ici « le recentrage sur les métiers » est jugé contre-productif par les mêmes actifs qui le réclament à cor et à cri pour les établissements industriels. Aujourd'hui encore, la respécialisation des acteurs bancaires et financiers souhaitée par les projets de réforme préparée par le gouvernement Obama aux États-Unis est ainsi combattue bec et ongles par les grands conglomerats bancaires et américains qui font valoir que la possibilité d'exercer plusieurs métiers distincts (banque de détail, banque d'affaire, assurance...) sur le plus grand nombre de marchés possibles (marché des devises, des obligations, des actions, des dérivés multiples...) est un élément essentiel de leur compétitivité (26).

(24) Les matrices du Boston Consulting Group ont longtemps popularisé cette vision de la croissance des firmes, au point d'en faire la « règle d'or » selon laquelle les produits « vaches à lait » doivent alimenter l'investissement dans les produits nouveaux, « vaches à lait » de demain.

(25) Pour une présentation de ces thèses (qui vont des contributions de E. Penrose à celles des évolutionnistes, cf. Coriat et Weinstein, 2010).

(26) Voir note page suivante.

Il demeure en tout cas que les II, s'agissant des activités industrielles, se sont constamment affirmés dans les sociétés dans lesquelles ils investissent, pour des stratégies visant au recentrage sur un nombre restreint d'activités, en procédant à la cession d'actifs dans les activités dont les profits ne sont jugés suffisants eu égard aux normes de rentabilité qui leur servent de référence (27). Ce faisant les II affirment leur vocation à influencer non plus seulement la distribution du profit, *mais ses conditions mêmes d'obtention*, en pesant sur les choix stratégiques des entreprises en matière de produits et marchés. Nous nous proposons dans cette section d'évaluer, de ce point de vue l'influence exercée par les II. Des modifications de stratégies industrielles sont-elles observables ? Dans l'affirmative en quoi ont-elles consisté ?

3.1. La tendance au « recentrage » : une vue d'ensemble

La méthodologie employée pour procéder à l'évaluation des changements de stratégie industrielle est directement empruntée à M. Goyer dont, dans cette troisième section, nous prolongeons les travaux (Goyer, 2002, 2006). Dans ses travaux Goyer propose de distinguer entre trois types de stratégies possibles menées par un groupe ou une entreprise, stratégies qualifiées de « diversifiée » (DIV), « dominante » (DOM) et « unique » (UNI). Suivant les définitions proposées par cet auteur : i) une entreprise est considérée comme « diversifiée » si aucune activité ne compte pour plus de 70 % du chiffre d'affaires ; ii) lorsqu'une activité représente entre 70 % et 95 % du chiffre d'affaires, la stratégie est dite « dominante » ; enfin iii) pour un taux supérieur à 95 %, l'entreprise est considérée « à activité unique ».

- (26) Une investigation plus approfondie sur ce point exigerait sans doute de distinguer des formes de diversification conglomerale motivées par et appuyées sur des logiques industrielles, de diversifications fondées sur de logiques proprement financières. Dans ce second cas, les activités et les métiers sont acquis et cédés par les grands groupes (souvent organisés sous forme de holdings) suivant une logique proche de celle de la gestion de portefeuille d'actifs financiers. Dans les années 1960, la firme ATT par exemple fournit une illustration parfaite de ce type de conglomérat. Dans le premier cas, la logique conglomerale est au contraire appuyée sur des stratégies de diversification industrielle. Sont alors recherchées des complémentarités entre métiers et activités sur la base de savoir-faire industriels, commerciaux ou technologiques en partie « transférables » et/ou réutilisables d'un métier à l'autre. Sans entrer ici dans le détail des choses s'il est certain que dans la période des « trente glorieuses », certains conglomérats se sont formés suivant des logiques financières de portefeuille, (ainsi du cas d'ATT déjà mentionné), en Europe continentale et notamment en France et en Allemagne, l'essentiel des conglomérats s'est formé autour de cœurs d'activités permettant des économies d'échelles et de gamme entre ressources actives industrielles ou commerciales. De tels groupes, *appuyés sur des actionnaires stables* ont ainsi donné naissance à des types d'organisation industrielle bien particulière (respectivement la « *Deutschland AG* » et le « capitalisme de cœurs financiers ») qui sont précisément ceux qui ont été dissous avec la montée de la finance directe libéralisée et des II qui en sont l'expression concentrée.
- (27) Cf. *supra* où il a été montré que de fait, pendant la décennie mise sous examen, dans cet article, cette norme conventionnelle de rentabilité fixée à 15 % a été atteinte et a même été dépassée en fin de période.

TABLEAU 6 : Le phénomène de recentrage en Allemagne et en France (28)

	1990	1994	1998	2003	2007
Allemagne					
UNI	5% (1)	10% (2)	10,5% (2)	17,6% (3)	31,3% (5)
DOM	5% (1)	5% (1)	15,8% (3)	11,8% (2)	18,7% (3)
DIV	90% (18)	85% (17)	73,7% (14)	70,6% (12)	50% (8)
France					
UNI	11,5% (3)	15,4% (4)	19,2% (5)	26,9% (7)	24% (6)
DOM	11,5% (3)	11,5% (3)	23,1% (6)	23,1% (6)	28% (7)
DIV	77% (20)	73,1% (19)	57,7% (15)	50% (13)	48% (12)

Sources : Goyer (2002, 2006) pour les années 1990, 1994, 1998 et 2003. Rapports d'activités et calculs des auteurs pour 2007.

Dans le tableau 6 (complété plus finement dans l'annexe 2), nous avons repris les résultats de Goyer pour les années 1990, 1994, 1998 et 2003. Nous les avons complétés à partir des rapports d'activités des sociétés considérées pour l'année 2007. Comme le montre clairement ce tableau, la tendance générale des firmes tant allemandes que françaises au resserrement sur des activités en nombre plus limitées (dite aussi stratégie de « recentrage ») est patente.

Si l'on considère d'abord le panel d'entreprises allemandes, il apparaît qu'entre 1990 et 2007, la part des sociétés menant une stratégie de « diversification » a fortement décliné, passant de 90 % à 50 %. Relativement modéré et incrémental sur toute la décennie 1990, le phénomène de recentrage s'est accéléré à partir de 2003. À l'inverse les stratégies « UNI » et « DOM » s'affirment nettement puisqu'elles passent de 5 % de l'échantillon à 31,3 % pour « UNI » (notons qu'il s'agit là de la plus importante des évolutions enregistrées) et de 5 % à 18,7 % pour « DOM ». Ces évolutions ont connu une accélération, là encore après 2003, c'est-à-dire après la loi fiscale qui a permis la vente massive d'actifs et leurs rachats par les II (cf. section 1).

Dans le cas de la France, le mouvement de recentrage est *antérieur à celui entamé en Allemagne*, le grand moment qui a déterminé les évolutions étant ici constitué par les privatisations. Mais la tendance est similaire. Forte décroissance des stratégies « DIV » (de 77 % à 48 %), et montée des stratégies « UNI » (de 11,5 % à 28 %) et « DOM » (de 11,5 % à 28 %).

(28) Le nombre de firmes est noté entre parenthèses. Au cours du temps le nombre total de firmes dans chacun des panels français et allemand diminue, du fait des restructurations connues par ces firmes, en particulier du fait des fusions/acquisitions qui sont intervenues pendant la période couverte.

3.2. Sous le maintien de la « diversification », des restructurations souvent vigoureuses...

Au-delà de ces évolutions d'ensemble, l'analyse plus micro-économique des stratégies de chacun des groupes met en évidence qu'en pratique, c'est à un double mouvement de cession d'actifs jugés secondaires, d'une part et d'autre part d'acquisitions pour se renforcer dans quelques métiers de base que l'on a eu affaire. Ces évolutions ont ainsi déterminé des redéfinitions profondes des périmètres d'activités des groupes. Ces observations se vérifient sur le panel des firmes considérées, tant en Allemagne qu'en France.

3.2.1. Les firmes du panel allemand

Pour la plupart des groupes de notre panel, la transition s'est faite du statut de groupes « diversifiés » à celui de groupes « à activité unique », et d'autres de « diversifiés » à celui de sociétés ayant une activité dominante. Pour certains, le recentrage a été particulièrement dynamique et les cessions nombreuses. L'annexe 3 répertorie les cessions de cinq anciens conglomerats – Daimler, E.ON, Siemens, Thyssenkrupp et TUI (ex-Preussag) – qui se sont séparés ces dernières années d'activités jugées non essentielles, pour se concentrer sur des activités en nombre plus limitées, désignées alors comme leur « cœur de métier ».

Le cas Daimler est ici exemplaire. Ce groupe en effet a choisi de totalement abandonner sa stratégie de conglomerat, pour se recentrer sur l'automobile et le poids lourd. Stratégie initiée à partir de 1995 par Jürgen Schrempp, l'architecte de la fusion avec Chrysler, le constructeur allemand a liquidé ou vendu ses participations dans un ensemble varié d'activités : avions, électrotechnique, pièces automobiles, électronique, machines de tri postal, services informatiques, téléphonie mobile, équipements ferroviaires, moteurs industriels ou encore son activité aéronautique Dasa, qui fusionnée avec Aérospatiale Matra et l'espagnol Casa, a donné naissance à EADS. Rappelons cependant que cette stratégie de recentrage sur l'automobile n'a pas toujours permis d'obtenir les résultats escomptés. C'est ainsi que le rachat en 1998 pour 26,5 Mds€ de l'américain Chrysler s'est soldé par un échec retentissant. En 2007 Daimler a revendu sa division américaine au fond d'investissement Cerberus pour la somme 5,5 Mds€ soit 1/5 environ de son prix d'achat, et ce après avoir lourdement et inutilement investi dans sa filiale durant presque dix ans.

Un point mérite attention. En effet la lecture du tableau 6 (et de l'annexe 2) peut conduire à sous-estimer la nature réelle du phénomène de recentrage, dans la mesure où il peut laisser supposer qu'un nombre significatif de firmes (huit d'entre elles classées « DIV » en début de période le sont encore en fin de période) n'a pas connu d'évolution majeure. Cette vision (induite par le critère statistique retenu) ne correspond pas à la réalité. En effet, il convient de noter qu'alors même que les groupes n'ont pas changé de catégories (sous le

critère statistique retenu ici), les restructurations autour de quelques métiers centraux et les cessions d'activités ont été intenses.

Tel est notamment le cas de Siemens, l'archétype du conglomérat mondialisé. Bien qu'il soit caractérisé sur toute la période comme poursuivant une stratégie « DIV », le fabricant d'équipements électroniques et électrotechniques s'est engagé dans un travail de recentrage, qui pour s'être développé de manière lente et prudente n'en a pour autant été moins vigoureux (voir annexe 3 pour l'énumération des activités cédées). Le groupe s'est ainsi d'abord retiré des composants passifs (cession d'Epcos en 1999) puis des composants électroniques (cession d'Infineon en 2000). Dans le même temps il choisissait de se renforcer dans les micro-ordinateurs et les serveurs, en créant avec le japonais Fujitsu, (création de FujitsuSiemens Computers) un joint-venture, détenu à 50-50. À partir de 2005, Siemens a entamé un délestage complet des technologies de l'information et la communication, dont la téléphonie, métier autour duquel il avait été fondé il y a plus de cent soixante ans et longtemps au cœur de son projet industriel. En outre, le conglomérat a revendu en 2007 sa filiale d'équipement automobile VDO à son compatriote Continental pour 11,4 Mds€. Ainsi même si au sortir la famille de produits qu'offre Siemens demeure encore variée (équipements industriels, équipements énergétiques, matériels de transport, équipements médicaux...) des délestages et recentrages ont bien été pratiqués.

Au total, même lorsque sous le critère statistique retenu les changements de stratégies ne sont pas apparents, la restructuration a été intense. Longtemps les groupes allemands ont vécu à l'ombre de leur forteresse bancaire, protégés par le système de la *Hausbank* et des actionnaires bienveillants et peu exigeants. Mais avec la dissolution de la banque/industrie et la réforme fiscale de 2002, l'entrée en masse des II non-résidents dans le capital de ces sociétés a significatif aussi l'entrée dans une ère de changements majeurs.

3.2.2. Les firmes du panel français

Le positionnement stratégique de nombreux groupes a évolué vers les stratégies « DOM » et « UNI » qui additionnées passent ainsi de 10 % à 50 % de l'échantillon au cours de la période. Certaines de ces firmes ont connu de véritables révolutions. Suez Lyonnaise des Eaux et Alcatel en particulier sont notamment passées du statut de stratégie « diversifiée » à « dominante ». Le cas de l'ancienne Compagnie Générale d'Électricité (devenue en cours de route Alcatel) est ici paradigmatique (annexe 3). Alcatel est aujourd'hui spécialisée dans la fabrication d'équipements pour réseaux Internet et la transmission de voix et données. Sous la direction de Serge Tchuruk (1995-2006), une multitude d'activités a été vendue afin de réorganiser et recentrer la société sur les télécommunications. Ont été cédés les intérêts dans les médias, le vignoble, la participation dans l'énergie nucléaire (Framatome), le transport, le matériel électrique et la construction navale avec l'introduction en 1998 d'Alstom sur le marché, les activités câbles et composants (Nexans), l'activité

modem DSL, les activités microélectroniques, la production de téléphones portables, les piles, les fibres optiques... En 2006, Alcatel a fusionné avec Lucent pour devenir Alcatel-Lucent.

Point décisif, comme pour le panel allemand, *la constance apparente des groupes diversifiés n'implique pas l'absence de restructuration*. Bien au contraire. À partir des annexes 2 et 3, nous constatons par exemple que Danone, Alstom ou Vivendi ont connu un recentrage profond tout en demeurant des groupes « statistiquement » diversifiés.

Le cas de l'ancienne Compagnie Générale des Eaux permet d'illustrer ce point. Bien que la firme soit restée classée « DIV » sur toute la période, son périmètre d'activités a connu des évolutions spectaculaires. Sous la présidence de Jean-Marie Messier (1996-2002), le groupe s'est d'abord investi massivement dans les nouvelles technologies et les médias, fusionnant en 2000 avec Seagram et Canal+, et cédant en contrepartie un très grand nombre de ses activités historiques : cliniques privées, stockage pétrolier, restauration collective, pôle BTP (SGE) qui fusionné avec les activités BTP de Suez donnera naissance à Vinci, pôle immobilier (CGIS) devenu Nexity en 2000, la production d'électricité... En 2000, Vivendi a filialisé et introduit sur le marché son pôle environnement spécialisé dans l'eau, le transport, la propreté et l'énergie, Vivendi Environnement, devenu depuis Veolia. En 2002, le groupe se trouvant au bord de la banqueroute, la nouvelle direction a un temps persisté dans les cessions d'actifs (édition, activités internet) pour satisfaire ses besoins de liquidités. Aujourd'hui, Vivendi développe notamment ses activités dans la téléphonie privée (Cegetel), la musique (Universal Music Group) et l'audiovisuel (groupe Canal+), et semble s'orienter vers une spécialisation dans les métiers de la communication et du divertissement.

En France, les privatisations puis le débouclage des « noyaux durs » qui s'en est suivi ont été les déterminants majeurs de l'évolution. L'entrée en masse des II dans le capital des privatisés s'est ainsi accompagnée d'un changement majeur dans le périmètre des activités des groupes. Le plus important et le plus rapide sans doute que ce pays ait jamais connu.

CONCLUSIONS

Parvenu au terme de notre étude, quelques conclusions peuvent être proposées. Deux séries de propositions se dégagent de nos travaux.

1. Une prégnance des II et de la *shareholder value*...

Quel que soit l'indicateur retenu, les analyses empiriques conduites livrent le même message. Toutes, chacune dans son ordre propre, viennent confirmer le rôle directeur tenu par les II. Leur montée en puissance dans le capital des grandes firmes est spectaculaire. Et cette montée s'est accompagnée de nou-

velles orientations largement conformes à l'idéologie de la *shareholder value* : forte croissance des profits et large distribution aux actionnaires tant sous la forme de dividendes que sous formes de rachats d'actions. Enfin, *last but not least*, cette montée des II s'est aussi accompagnée d'un accroissement de la spécialisation-produit des firmes par recentrage sur des nombres plus restreints d'activités. La grande firme multi-activités et multi-produits, si elle n'a pas disparu, ne semble plus à même d'assurer les mêmes fonctions stratégiques qu'elle assumait dans le passé.

2. ... qui a déterminé des changements drastiques de l'organisation industrielle dans chacun des deux pays

Les changements indiqués se sont aussi traduits par des phénomènes plus lourds encore puisqu'ils ont trait cette fois à des modifications de l'Organisation industrielle considérée dans son ensemble. La finance, en pénétrant au cœur de la propriété du capital, a fait franchir un pas à l'internationalisation, qui s'affirme non plus seulement du point de vue des activités basées à (ou visant) l'international, mais désormais au cœur même des rapports de propriété, amenant un basculement vers ce que l'on peut désigner comme une *internalisation de l'internationalisation*.

Dès lors, ce sont les relations traditionnelles entre finance et industrie qui dans chacun des deux pays ont été bouleversées.

Dans le cas de l'Allemagne, ces mutations signent l'érosion brutale de la *Deutschland AG*. Dans un contexte d'institutionnalisation latente de la structure de propriété du capital, la défiscalisation des plus-values issues de la cession des participations a amené la dislocation rapide et quasi complète des liens capitalistiques que les institutions financières entretenaient entre elles. La loi de 2002 a comme « déverrouillé » le capitalisme germanique, jusqu'alors protégé de l'extérieur et contrôlé par les banques, consacrant la montée en puissance des II étrangers. Avec ce nouveau type d'actionnaires, une nouvelle culture managériale et de nouvelles normes de gouvernance, plus focalisées sur des objectifs financiers de court terme, vont se diffuser outre-Rhin et amener le système bancaire lui-même à se restructurer et à évoluer. La relation banque/industrie typique du modèle allemand historique, s'en est trouvée bouleversée, les grandes institutions financières délaissant leur rôle traditionnel de *Hausbank*, cédant massivement leurs participations industrielles et désertant les conseils d'administration et les assemblées générales (Lantenois, 2011).

En France la montée de la finance et notamment des II non-résidents a aussi signifié la dissolution du modèle historique – largement basé sur la main visible de la puissance publique – sur lequel ce pays avait construit sa croissance. Traditionnellement, en France, la coordination des activités stratégiques (dont l'archétype est le « grand projet ») se faisait à travers la présence double de la puissance publique dans le capital des grands groupes et dans celui des grandes banques. Les privatisations massives et l'internationalisation de la

propriété du capital qui en est résultée tant dans les groupes industriels que dans les groupes bancaires ont aboli cette capacité de coordination (29).

Au-delà des différences observables entre les deux pays, dans les rythmes ou l'ampleur des phénomènes analysés, et qui sont l'expression de résiliences liées aux spécificités de chacune des économies nationales, l'homologie des évolutions constatée est frappante. À elle seule, elle constitue une indication éclairante de la puissance manifestée par la finance dans le cours de son déploiement.

- (29) Une illustration – à notre sens fort significative – du changement d'époque est donnée par le fait que désormais en France, l'essentiel des budgets de recherche publique a cessé d'être alloué à des projets jugés prioritaires, pour être dispersé – sous forme *d'incitations à la recherche privée* – dans le cadre d'un crédit impôt recherche refondu et devenu de loin le principal budget de la dépense publique de recherche (Coriat *et al.*, 2009), comme si la puissance publique elle-même ne pouvait plus s'en remettre qu'au marché et aux acteurs privés, y compris pour la définition des choix techno-industriels majeurs.

ANNEXE 1 : Les sociétés du panel

Panel français (Sociétés cotées au CAC-40 au 31 décembre 2007)					
Accor	Air-France KLM	Air Liquide	Alcatel	Alstom	ArcelorMittal
AXA	BNP-Paribas	Bouygues	CapGémini	Carrefour	Crédit agricole
Danone	Dexia	EADS	EDF	Essilor	France Telecom
GDF	L'Oréal	Lafarge	Lagardère	LVMH	Michelin
Pernot-Ricard	PSA	PPR	Renault	Saint Gobain	Sanofi-Aventis
Schneider	Société Générale	STMico	Suez	Total	UnibailRodamco
Vallourec	Veolia	Vinci	Vivendi		
Panel allemand (Sociétés cotées au DAX-30 au 31 décembre 2007)					
Adidas	Allianz	BASF	Bayer	BMW	Commerzbank
Continental	Daimler	Deutsche Bank	Deutsche Börse	Deutsche Post	PostBank
Deutsche Tel	E.ON	Fresenius MC	Henkel	Hypo R Estate	Infineon
Linde	Lufthansa	MAN	Merck	Metro	Munich Ré
RWE	SAP	Siemens	ThyssenKrupp	TUI (Preussag)	Volkswagen

ANNEXE 2 : Recentrage en Allemagne et en France

	1990	1994	1998	2003	2007		1990	1994	1998	2003	2007
Panel allemand											
BASF	DIV	DIV	DIV	DIV	DIV	MAN	DIV	DIV	DIV	DIV	DOM
Bayer	DIV	DIV	DIV	DIV	DIV	Merck	DIV	DIV	DOM	DOM	DIV
Beiersdorf	DIV	DIV	DIV	DIV	DIV	RWE	DIV	DIV	DIV	DIV	UNI
BMW	UNI	UNI	UNI	UNI	UNI	TUI	DIV	DIV	DIV	DIV	DOM
Continental	DIV	DIV	DIV	DIV	DIV	Schering (c)	DIV	DOM	DOM	UNI	
Daimler	DIV	DIV	UNI	UNI	UNI	Siemens	DIV	DIV	DIV	DIV	DIV
E.ON (a)				DIV	UNI	Thyssen (d)	DIV	DIV			
Henkel	DIV	DIV	DIV	DIV	DIV	ThyssenK (d)			DIV	DIV	DIV
Hoechst (b)	DIV	DIV	DIV			VEBA (a)	DIV	DIV	DIV		
Krupp	DIV	DIV				VIAG (a)	DIV	DIV	DIV		
Linde	DIV	DIV	DIV	DIV	DOM	Volkswagen	DOM	UNI	DOM	DOM	UNI
Panel français											
Air Liquide	DIV	DIV	DOM	DOM	DOM	Pernod-Ricard	DIV	DIV	DIV	UNI	UNI
Air France (e)			DOM	DOM	DOM	PSA	DIV	UNI	UNI	DOM	DOM
Alcatel (f, g)	DIV	DIV	DIV	DIV	DOM	PPR	DIV	DIV	DIV	DIV	DIV
Alstom (f)				DIV	DIV	Renault	UNI	UNI	UNI	UNI	UNI
ArcelorMittal (h)				UNI	UNI	Rhodia (l)				DIV	DIV
Aventis (i)				UNI		Rhône Poul (i)	DIV	DIV	DOM		
Bouygues	DIV	DIV	DIV	DIV	DIV	Saint-Gobain	DIV	DIV	DIV	DIV	DIV
Carrefour	DIV	DIV	DIV	DOM	DOM	Sanofi Av (i)	DOM	DOM	UNI	UNI	UNI
Danone	DIV	DIV	DIV	DIV	DIV	Schneider	DIV	DIV	DIV	DOM	DIV
Elf (j)	DIV	DIV	DIV			Suez (k)	DIV	DIV	DIV	DIV	DOM
Lafarge	DIV	DIV	DIV	DIV	DIV	Synthélabo (i)	DOM	DOM	UNI		
Lagardère	DIV	DIV	DIV	DIV	DIV*	Total (j)	DOM	DOM	DOM	UNI	UNI
LVMH	DIV	DIV	DIV	DIV	DIV	Usinor (h)	UNI	UNI	DOM		
L'Oréal	DIV	DIV	DOM	UNI	UNI	Valeo	DIV	DIV	DIV	DIV	DIV
Michelin	UNI	UNI	UNI	DOM	DOM	Vivendi	DIV	DIV	DIV	DIV	DIV

Notes :

(a) Fusion entre VEBA et VIAG (2000). (b) Fusion avec Rhône-Poulenc à l'origine d'Aventis (1999) (c) Rachat de Schering par Bayer (2006) (d) Fusion entre Thyssen et Krupp (1998). (e) Fusion Air France et KLM (2004). (f) Mise sur le marché d'Alsthom (1998) devenu Alstom. (g) Fusion en Alcatel et Lucent (2006). (h) Fusion entre Mittal et Arcelor (2006), cette dernière étant le résultat de la fusion d'Aceralia (Espagne), Arbed (Luxembourg) et Usinor (2004). (i) Sanofi Aventis : fusion entre Sanofi-Synthélabo et Aventis (2004). Sanofi-Synthélabo était né en 1999 de la fusion de Sanofi (alors filiale du groupe pétrolier Elf) et de Synthélabo (à l'époque filiale du groupe de cosmétiques L'Oréal). Aventis était né en 1999 de la fusion de l'allemand Hoechst et Rhône-Poulenc. (j) Fusion entre Elf-Aquitaine et Total (2000). (k) Fusion entre Suez et Lyonnaise des eaux (1997). (l) Filialisation de la branche chimie du groupe Rhône-Poulenc (1998).

ANNEXE 3 : Recentrages et cessions d'activités de quelques grands groupes français et allemands

Firmes	Activités cédées	Firmes	Activités cédées
Alcatel Équipements télécoms	Vignobles (1997), Ingénierie (Cegelec - 1998) Matériel ferroviaire (Alstom - 1998), Construction navale (Alstom - 1998) Énergie nucléaire (Framatome - 1999) Activité Modems DSL (2001) Câbles (Nexans - 2001) Téléphones portables (2001) Piles (Saft - 2004), Fibre optique (2004)...	Daimler Automobile/ Camion	Avions (Folker et Donier - 1996), Électrotechnique (AEG - 1996), Énergie et automatisation (1996), Machines de tri postal (AEG Electrocom - 1997), Téléphonie mobile (Debitel - 2000), Aéronautique (Dasa - 2000), Équipements ferroviaires (Adtranz - 2001), Pièces automobiles électroniques (Temic - 2001), Services informatiques (DebisSystemhaus - 2002), Moteurs industriels (MTU - 2003), Chrysler (2007)
Alstom Matériel ferroviaire	Ingénierie (Cegelec - 2001), Turbines industrielles (2002), Transmission et distribution d'énergie (2004), Chaudières industrielles (2006), Construction navale (2006)	E.ON Energie	Composants électroniques (MEMC - 2001), Produits pétroliers (VebaÖl - 2001), Aluminium (VAW - 2001), Négoce d'acier (Klößner & Co - 2001), Stations service (Aral - 2002), Emballage boisson (SchmalbachLubeca - 2002), Télécommunications (progressive), Logistique (Stinnes-2002), Compteurs d'électricité et d'eau (2003), Traitement de l'eau (2003), Parc immobilier (Vitera - 2005), Services industriels (2005), Chimie de spécialités (Degussa - progressive)
Danone Produits laitiers frais Boissons et eaux Alim infantile	Conserves (1998), Pâtes (1998), Sauces (1998), Confiseries (1998), Plats cuisinés (1998), Emballage (1999), Bière (2000), Charcuterie et fromages italiens (2002), Biscuits (Lu - 2007)...	Siemens Equip industriels, énergétique, médical, transport, bâtiment, Eclairage	Composants passifs (Epcos - 1999), Ordinateur (FujitsuSiemens - 1999), Composants électroniques (Infineon - 2000), Téléphonie portable (Ben Q - 2005), Réseaux de télécoms (Nokia Siemens - 2006), Équipement automobile (VDO - 2007)
Suez - L des eaux Energie Utilities	Banque (Indosuez - 1996), Immobilier (Gartmane - 1997), Crédit à la consommation (Sofinco - 1998), Assurance (La Henin Vie, Colonia), Démantèlement de la Société Générale de Belgique, BTP (GTM - 1999), Traitement chimique de l'eau (Nalco - 2003), Communication (2004)	ThyssenKrupp Acier Elévateurs Equipement industriel	Fabricant de machines (MaK - 1997), Télécommunications (1998), Logistique (1998), Appareils sanitaires (Shulte-1998), Recyclage (1998), Portes de garage (Novoferm - 2003 Composants automobile (2004, Services informatiques (Triaton - 2004), chantiersnavals (2004), Carrosserie (2006)
Vivendi Téléphonie mobile Audiovisuel Musique	Hôpitaux privés (1997), Stockage pétrolier (1997), Restauration collective (1997), BTP (SGE - 2000), Pôle immobilier (CGIS - 2000), Production d'électricité (Sithe - 2000), Utilities (Vivendi Environnement - 2000), Edition USA (Houghton Mifflin - 2002), Internet (VU Net - 2003)...	TUI (ex-Preussag) Tourisme	Sidérurgie (Salzgitter - 1997), Mines (1999), Chantiers navals (1999), Bâtiment - construction (2001), Production de pétrole et de gaz (2002), Logistique ferroviaire (2005), Transport maritime (2009).

Sources : rapports d'activités et *Les Échos*.

BIBLIOGRAPHIE

- AGLIETTA M. et REBERIOUX A. (2004), *Les dérives du capitalisme financier*, Albin Michel.
- AGLIETTA M. et RIGOT S. (2009), *Crise et rénovation de la Finance*, Odile Jacob.
- AMF (2007), « Cartographie 2007 des risques et des tendances sur les marchés financiers et pour l'épargne ».
- BATSCH L. (2002), *Le capitalisme financier*. La Découverte.
- BARZEL Y. (1997), *Economic Analysis of Property Rights*. Second Édition. Cambridge University Press.
- BOYER R. (2009), « Feu le régime d'accumulation tiré par la finance », *Revue de la régulation* [En ligne], n° 5, 1^{er} semestre (<http://regulation.revues.org/index7367.html>).
- BILLIGAND J.-P. et de FOUCAULT M. (2000), *L'épargne salariale au cœur du contrat social*, rapport au Premier ministre, La Documentation française, collection des rapports officiels Paris.
- BIONDI Y., CANZIANI A. et KIRAT T. (2007), *The Firm as an Entity Implications for Economics, Accounting and the Law*, Routledge, UK.
- CHANDLER A. (1962), *Strategy and Structure: Chapters in the History of Industrial Enterprise*, Cambridge, Mass. MIT Press.
- CIOFFI J. et HÖPNER M. (2006), « The Political Paradox of Finance Capitalism: Interests, Preferences, and Center-Left Party Politics in Corporate Governance Reform », *Politics & Society*, vol. 34, n° 4, pp. 463-502.
- CORIAT B. (2008), « L'installation de la Finance en France », *Revue de la régulation*, n° 3/4, 2^{ème} semestre 2008. En ligne à l'adresse (<http://regulation.revues.org/index5843.html>).
- CORIAT B., FLACHET D., DURAND C. et LESTAGE R. (2009), « Managing R&D and Innovation public funds in the age of globalization. An analysis of the recent Changes in the Management of the French RDI system », *Working Paper CEPN*.
- CORIAT B. et WEINSTEIN O. (2010), « Les théories de la firme entre contrats et compétences : Une revue critique des développements contemporains ». *Revue d'Économie Industrielle*, n° 129-130, 1^{er} et 2^{ème} trimestres 2010.
- CORIAT B., PETIT P. et SCHMEDER G. (eds) (2006), *The Hardship of Nations, Exploring the Paths of Modern Capitalism*, Edward Elgar.
- DUPUY C. et MORIN F. (1991), « Le cœur financier allemand », *Revue d'économie financière*, n° 2.
- GINGLINGER E. et L'HER J.-F. (2006), « Ownership structure and open market stock repurchases in France », *The European Journal of Finance*, vol. 12, pp. 77-94.
- GOYER M. (2002), « The Transformation of Corporate Governance in France and Germany: The Role of Workplace Institutions », *MPIfG Working Paper*.
- GOYER M. (2006), « La transformation du gouvernement d'entreprise », dans Palier B., Hall P. et Culpepper D., *La France en mutation 1980-2005*. Les Presses de Sciences Po.
- GOYER M. (2007), « Institutional Investors in French and German Corporate Governance and the stability of coordination », *Working Paper*.
- GUTTMANN R. (2008), « A Primer on Finance-Led Capitalism and Its Crisis », *Revue de la régulation* [En ligne], n° 3/4, 2^{ème} semestre (<http://regulation.revues.org/index5843.html>).
- HACKETHAL A., ZDANTCHOUK A. (2004), « Share Buy-Backs in Germany: Overreaction to Weak Signals? », *Johann Wolfgang Goethe-Universität Working Paper*.
- HÖPNER M. et KREMPEL L. (2003), « The politics of the german company network », *MPIfG Working Paper*.
- LANTENOIS C. (2011), « La dissolution du cœur de la Deutschland AG », WP CEPN 2011-01.
- LAZONICK W. et O'SULLIVAN M. (2000), « Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance », *Economy and Society*, vol. 29, n° 1.
- LORDON F. (2000), « La création de valeur comme rhétorique et comme pratique : généalogie et sociologie de la valeur actionnariale », *L'Année de la Régulation*, vol. 4.
- La PORTA R., LOPEZ-de-SILANE F. et SHLEIFER A. (1999), « Corporate Ownership Around the World », *Journal of Finance*, vol. 54, pp. 471-518.

- PATEL P. et PAVITT K. (1997), « The technological competencies of the world's largest firms : complex and path-dependent, but not much variety », *Research Policy*, vol. 26, n° 2, pp. 141-156.
- PATEL P. et PAVITT K. (1998a), « The Wide (and Increasing) Spread of Technological Competences in the World's Largest Firms: a Challenge to Conventional Wisdom », in Chandler A.-D., Hagström P. and Sölvell Ö. (Eds.), *The Dynamic Firm*, Oxford University Press.
- PATEL P., PAVITT K. (1998b), « Uneven (and divergent) technological accumulation among advanced countries. Evidence and a framework of explanation », in G. Dosi, D. MORIN F. (2006), *Le nouveau mur de l'Argent. Essai sur la finance globalisée*. Ed du Seuil.
- MORIN F. et RIGAMONTI E. (2002), « Évolution et structure de l'actionnariat en France », *Revue Française de Gestion*, vol. 28, n° 141, pp. 153-181.
- PONSARD J.-P. et ZARLOWSKI P. (1999), « Principes et apports des nouveaux indicateurs de création de valeur », *Revue française de gestion*.
- VERNIMMEN P., QUIRY P. et Le FUR Y. (2008), *Finance d'entreprise 2009*. Dalloz Gestion.
- WHITTINGTON R. et MAYER M. (2000), *The European Corporation: Strategy, Structure, and Social Science*. Oxford University Press.
- WILLIAMSON O.-E. (1975), *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, Free Press.