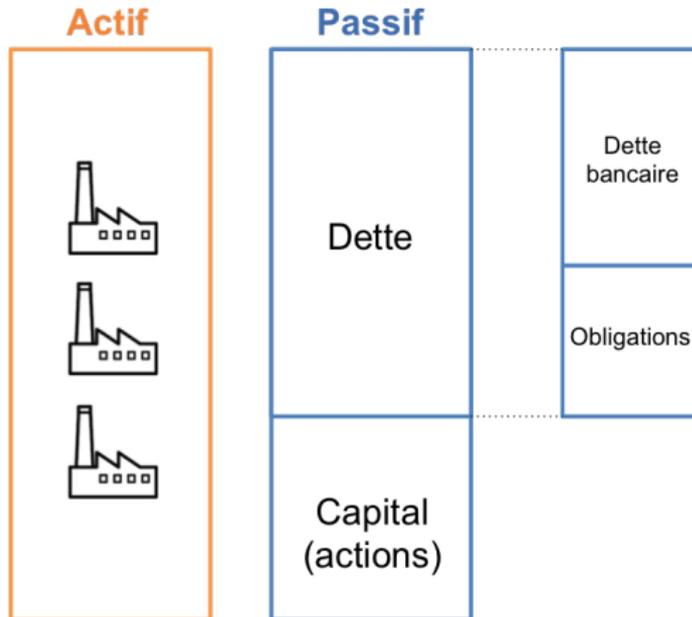


Introduction : problème et enjeux

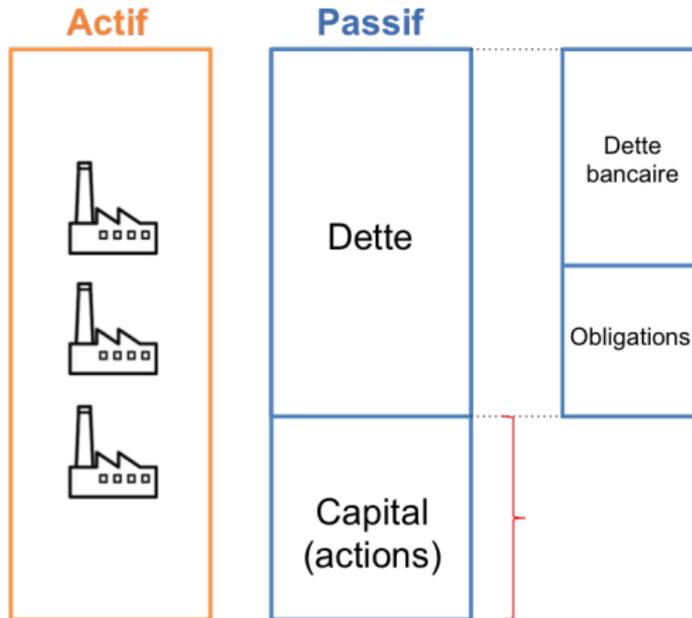
Commission du CNIS Système financier et financement de l'économie
La place des sociétés de gestion dans le financement de l'économie française
23 mai 2019

Noemie Pinardon-Touati (HEC Paris)

Financement des entreprises



Financement des entreprises



L'actionnariat des entreprises françaises

- ▶ Qui sont les actionnaires des entreprises françaises ?
 - ▶ Actionnaires individuels: familles dirigeantes ou actionnariat "populaire"
 - ▶ Autres entreprises ("participations").
 - ▶ Etats
 - ▶ Actionnaires "institutionnels" (sociétés): entité qui collecte de l'épargne et l'investit, entre autres sous la forme d'investissements dans le capital des entreprises

L'actionnariat des entreprises françaises

- ▶ Qui sont les actionnaires des entreprises françaises ?
 - ▶ Actionnaires individuels: familles dirigeantes ou actionnariat "populaire"
 - ▶ Autres entreprises ("participations").
 - ▶ Etats
 - ▶ Actionnaires "institutionnels" (sociétés): entité qui collecte de l'épargne et l'investit, entre autres sous la forme d'investissements dans le capital des entreprises
- ▶ Français ou étrangers

Panorama des acteurs institutionnels et définitions

- ▶ L'actionnariat institutionnel regroupe des acteurs très divers:

Panorama des acteurs institutionnels et définitions

- ▶ L'actionnariat institutionnel regroupe des acteurs très divers:
 - ▶ Fonds d'investissement: organisme de détention collective d'actifs financiers.
En France: OPCVM (SICAV ou FCP), FIA, ...
 - ▶ Fonds de pension, "hedge funds", etc.
 - ▶ Supports des produits d'épargne (assurances-vie et autres)

Panorama des acteurs institutionnels et définitions

- ▶ L'actionnariat institutionnel regroupe des acteurs très divers:
 - ▶ Fonds d'investissement: organisme de détention collective d'actifs financiers.
En France: OPCVM (SICAV ou FCP), FIA, ...
 - ▶ Fonds de pension, "hedge funds", etc.
 - ▶ Supports des produits d'épargne (assurances-vie et autres)
 - ▶ Banques et assurances (pour leur compte propre)

Panorama des acteurs institutionnels et définitions

- ▶ L'actionnariat institutionnel regroupe des acteurs très divers:
 - ▶ Fonds d'investissement: organisme de détention collective d'actifs financiers.
En France: OPCVM (SICAV ou FCP), FIA, ...
 - ▶ Fonds de pension, "hedge funds", etc.
 - ▶ Supports des produits d'épargne (assurances-vie et autres)
 - ▶ Banques et assurances (pour leur compte propre)
 - ▶ Fonds souverains

Panorama des acteurs institutionnels et définitions

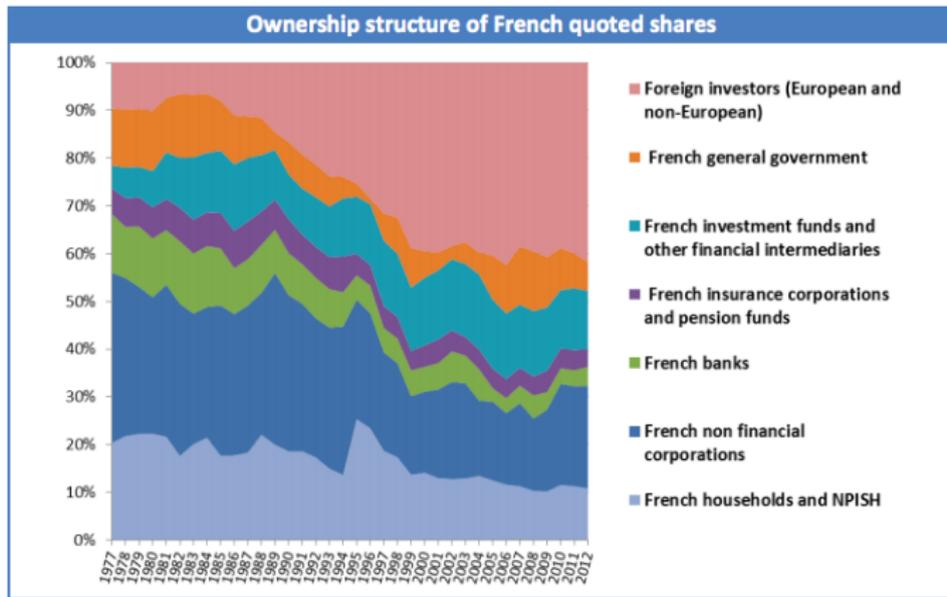
- ▶ L'actionnariat institutionnel regroupe des acteurs très divers:
 - ▶ Fonds d'investissement: organisme de détention collective d'actifs financiers.
En France: OPCVM (SICAV ou FCP), FIA, ...
 - ▶ Fonds de pension, "hedge funds", etc.
 - ▶ Supports des produits d'épargne (assurances-vie et autres)
 - ▶ Banques et assurances (pour leur compte propre)
 - ▶ Fonds souverains
 - ▶ Sociétés de capital-investissement (private equity)

Panorama des acteurs institutionnels et définitions

- ▶ L'actionnariat institutionnel regroupe des acteurs très divers:
 - ▶ Fonds d'investissement: organisme de détention collective d'actifs financiers.
En France: OPCVM (SICAV ou FCP), FIA, ...
 - ▶ Fonds de pension, "hedge funds", etc.
 - ▶ Supports des produits d'épargne (assurances-vie et autres)
 - ▶ Banques et assurances (pour leur compte propre)
 - ▶ Fonds souverains
 - ▶ Sociétés de capital-investissement (private equity)
- ▶ Qui mettent en oeuvre des stratégies variées:
 - ▶ Fonds "passifs" qui achètent l'ensemble des titres d'un index vs. les fonds de PE qui ciblent des entreprises.

Panorama des acteurs et définitions

Figure: Actionnariat des entreprises françaises cotées (Observatoire de l'Épargne Européenne)



Panorama des acteurs et définitions

- ▶ Définitions françaises:
 - ▶ Etablissements de crédit: "banques", agréés par l'ACPR.

Panorama des acteurs et définitions

- ▶ Définitions françaises:
 - ▶ Etablissements de crédit: "banques", agréés par l'ACPR.
 - ▶ Entreprises d'investissement: sociétés de services d'investissement (notamment conseil en investissement) agréés par l'ACPR.

Panorama des acteurs et définitions

- ▶ Définitions françaises:

- ▶ Etablissements de crédit: "banques", agréés par l'ACPR.
- ▶ Entreprises d'investissement: sociétés de services d'investissement (notamment conseil en investissement) agréés par l'ACPR.
- ▶ Investisseurs institutionnels: organismes collecteurs d'épargne régulés par un texte législatif/réglementaire (assureurs, réassureurs, mutuelles, caisses de retraite, Caisse des Dépôts, ...)

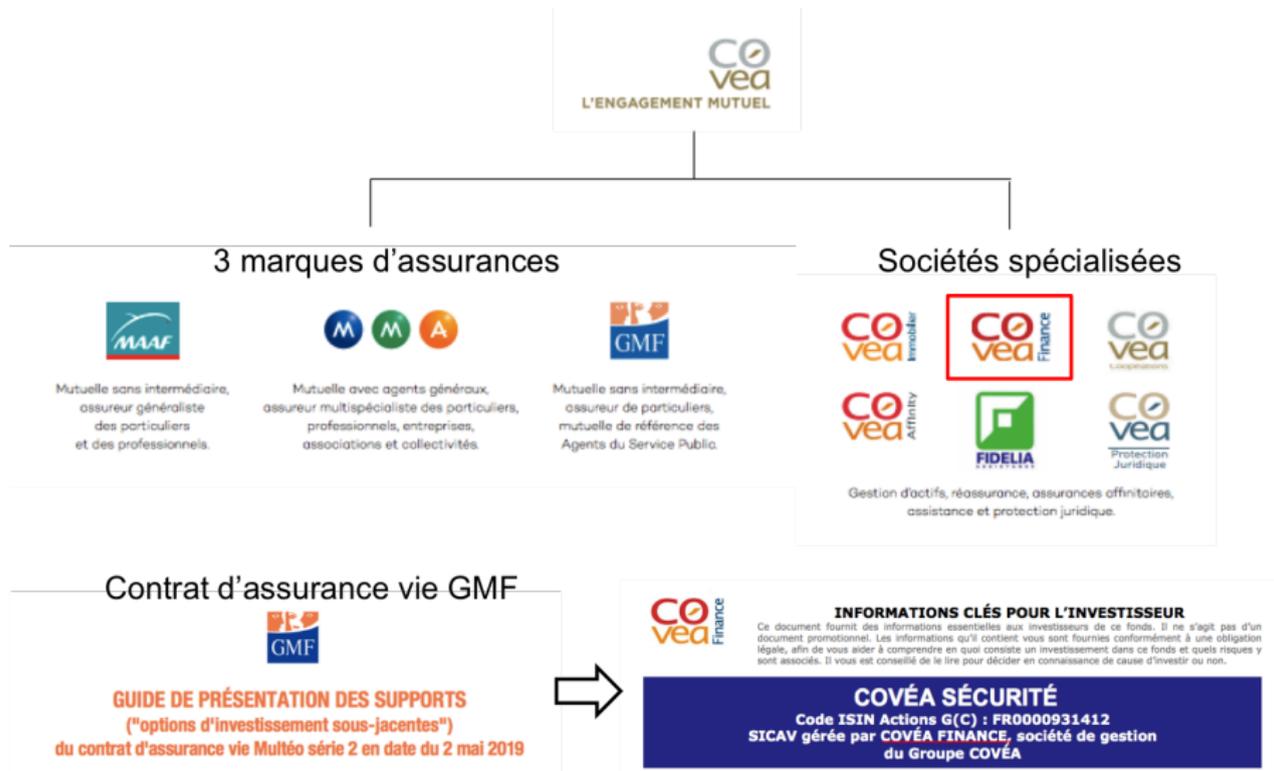
Panorama des acteurs et définitions

► Définitions françaises:

- Etablissements de crédit: "banques", agréés par l'ACPR.
- Entreprises d'investissement: sociétés de services d'investissement (notamment conseil en investissement) agréés par l'ACPR.
- Investisseurs institutionnels: organismes collecteurs d'épargne régulés par un texte législatif/réglementaire (assureurs, réassureurs, mutuelles, caisses de retraite, Caisse des Dépôts, ...)
- Sociétés de gestion: sociétés de gestion de portefeuille agréés par l'AMF; gestion de portefeuille pour le compte d'un individu et gestion de placements collectifs (en particulier OPCVM ou FIA)
 - Souvent filiales d'assurances, de banques ou d'entreprises d'investissement

Panorama des acteurs et définitions

Figure: Le groupe Covéa



Panorama des acteurs et définitions

Figure: Blackrock

The screenshot shows the L'AGEFI website interface. At the top, there is a red navigation bar with the L'AGEFI logo, social media icons for Twitter, LinkedIn, and Facebook, and search, newsletter, and connection options. The main content area features the article title "L'AMF autorise BlackRock à créer une société de gestion en France" with a sub-header "Accueil > Asset Management > Actualités > L'AMF autorise BlackRock à créer une société de gestion en France". Below the title is the date "14/09/2018 - L'AGEFI Quotidien / Edition de 7H" and a list of social sharing options (Twitter, LinkedIn, Facebook, E-mail, Imprimer). A central image shows the BlackRock building entrance with an American flag. To the right, there is a newsletter sign-up box and a promotional banner for "CAS PRATIQUES ÉDITION 2019" with the text "28 CAS PATRIMONIAUX classés en grandes thématiques" and an image of the "actifs" book cover.

Liste des Entreprises d'investissement habilitées à exercer en France (ACPR)

Blackrock (Netherlands) B.V.	Libre prestation de services	Entreprise d'investissement	Passeport européen en entrée
Blackrock advisors (UK) limited	Libre prestation de services	Entreprise d'investissement	Passeport européen en entrée
Blackrock international limited	Libre prestation de services	Entreprise d'investissement	Passeport européen en entrée
Blackrock investment management (UK) limited	Libre prestation de services	Entreprise d'investissement	Passeport européen en entrée
Blackrock investment management (UK) limited Succursale		Entreprise d'investissement	Passeport européen en entrée

Panorama des acteurs et définitions

- ▶ Pour cette présentation, on s'intéressera aux investisseurs institutionnels au sens large
 - ▶ Fonds d'investissement de tous types, banques, assurances, private equity, fonds souverains, etc.
- ▶ Français ou étrangers

Enjeux économiques liés à l'actionnariat institutionnel

1. Influence sur les variables financières: prix des actifs financiers
2. Influence sur les variables réelles: prix des biens, investissement, R&D, etc.
3. Transmission des chocs financiers au niveau international

Influence sur les variables financières

- ▶ Rôle croissant des institutionnels \Rightarrow poids important dans le fonctionnement des marchés financiers:
 - ▶ Qu'est ce qui détermine le type d'entreprises dans lesquelles ces acteurs investissent ?
 - ▶ Quelle est leur influence sur le prix des actions qu'ils acquièrent ? ("asset pricing")

Influence sur les variables réelles

1. En tant qu'actionnaires, les institutionnels influencent les décisions des entreprises:

Influence sur les variables réelles

1. En tant qu'actionnaires, les institutionnels influencent les décisions des entreprises:
 - ▶ Choix d'investissements et horizon temporel, choix d'endettement, rémunération des dirigeants, politique salariale, politique de dividendes, etc.

Influence sur les variables réelles

1. En tant qu'actionnaires, les institutionnels influencent les décisions des entreprises:
 - ▶ Choix d'investissements et horizon temporel, choix d'endettement, rémunération des dirigeants, politique salariale, politique de dividendes, etc.
 - ▶ Effets agrégés potentiellement importants

Influence sur les variables réelles

1. En tant qu'actionnaires, les institutionnels influencent les décisions des entreprises:
 - ▶ Choix d'investissements et horizon temporel, choix d'endettement, rémunération des dirigeants, politique salariale, politique de dividendes, etc.
 - ▶ Effets agrégés potentiellement importants
 - ▶ Distinction importante entre les investisseurs institutionnels "court-termistes" et les investisseurs "dédiés" (Bushee, 1998, 2001)
 - ▶ Court-termistes: positions limitées et rotation rapide du portefeuille
 - ▶ Dédiés: portefeuille concentré sur quelques titres, positions à long-terme

Influence sur les variables réelles

2. La part croissante des institutionnels a entraîné une hausse de la concentration financière

Influence sur les variables réelles

2. La part croissante des institutionnels a entraîné une hausse de la concentration financière
 - ▶ Concentration financière au sein d'un secteur réduit la concurrence (sur le marché des biens)
 - ▶ Azar et al. (2018): la concentration financière au sein des compagnies aériennes a entraîné des hausses de prix pour le consommateur

Influence sur les variables réelles

2. La part croissante des institutionnels a entraîné une hausse de la concentration financière
 - ▶ Concentration financière au sein d'un secteur réduit la concurrence (sur le marché des biens)
 - ▶ Azar et al. (2018): la concentration financière au sein des compagnies aériennes a entraîné des hausses de prix pour le consommateur
 - ▶ Effets potentiellement similaires sur le marché du travail
 - ▶ affectant le partage de la valeur ajoutée

Actionnariat institutionnel et macroéconomie internationale

- ▶ L'actionnariat institutionnel participe de la mobilité croissante des capitaux à l'échelle internationale
 - ▶ Acteurs globaux (Fidelity, Blackrock, etc.)
 - ▶ Acteurs locaux qui diversifient leurs portefeuilles (fonds souverains étrangers)
- ▶ La mobilité des capitaux affecte:
 - ▶ La transmission des chocs au niveau international
 - ▶ La capacité des agents à diversifier le risque idiosyncratique (Baxter et Crucini, 1995)
 - ▶ L'efficacité des outils de la politique économique (monétaire, fiscale)
- ▶ La montée en puissance de l'actionnariat institutionnel a donc potentiellement des effets macroéconomiques importants

Données nécessaires pour approcher ces questions

- ▶ L'étude de ces questions nécessite des données sur:
 - ▶ Les participations des investisseurs institutionnels dans les entreprises françaises
 - ▶ Qu'ils soient français ou étrangers
 - ▶ Quelle que soit leur part du capital
 - ▶ Permettant d'identifier les différents investisseurs et les liens capitalistiques entre eux (concentration financière)
 - ▶ Permettant d'identifier le type d'investisseurs (court-termistes/dédiés)
- ▶ Qui puissent être appariées avec les données d'entreprises et de financement bancaire