



Le CAC40 et les non-résidents

Kevin Beaubrun-Diant⁽¹⁾ et Mustapha Ghalim⁽²⁾

Le thème de la « nationalité » du CAC40, autrement dit, de la présence croissante d'intérêts étrangers dans le capital des grandes entreprises françaises, revient de manière récurrente sur la scène médiatique et dans la presse économique spécialisée⁽³⁾. Le sujet est traité souvent avec inquiétude, en évoquant les risques liés à la perte de souveraineté économique à mesure que des fleurons de l'économie française passent sous contrôle étranger⁽⁴⁾. D'autres soulignent avec fatalisme, le caractère inéluctable du phénomène du fait de l'absence de fonds de pension en France ou l'aversion des ménages français pour les actions d'entreprises.

Doit-on craindre la présence majoritaire et/ou croissante d'investisseurs étrangers dans les grandes entreprises ? Ce phénomène présente-t-il des risques ou, au contraire, une opportunité pour progresser sur les marchés internationaux ? La France se distingue-t-elle de ses partenaires européens ?

L'objet de ce *Focus* est double : décrire la structure et l'évolution de l'actionnariat du CAC40 à partir des principales études sur données françaises et exposer les apports de la littérature académique sur les enjeux et les risques associés à la présence d'actionnaires non-résidents.

(1) Conseiller scientifique au CAE.

(2) Stagiaire au CAE.

(3) Voir, par exemple, « Cac 40: le diktat des actionnaires étrangers », *L'Express-L'Expansion*, 19 janvier 2016, disponible sur http://lexpansion.lexpress.fr/actualite-economique/cac-40-le-diktat-des-actionnaires-etrangers_1754932.html ; « Les entreprises du CAC40 sont-elles encore françaises ? », *ABC Bourse*, par B. Marrois, disponible sur www.abcbourse.com/analyses/chronique-les-entreprises-du-cac-40-sont-elles-encore-francaises-722.aspx ; « Qui sont les principaux actionnaires du Cac 40 ? », *Les Échos-Investir*, 11 juillet 2013, disponible sur <https://investir.lesechos.fr/dossiers/qui-sont-les-principaux-actionnaires-du-cac-40/qui-sont-les-principaux-actionnaires-du-cac-40-896124.php>

(4) Citons, par exemple, quelques cas récents : Lafarge, leader mondial des matériaux de construction a été absorbé par l'entreprise suisse Holcim, Alcatel-Lucent est racheté par le finlandais Nokia, enfin, Alstom a été repris en grande partie par l'américain General Electric.

1. État des lieux sur la détention des sociétés cotées par les non-résidents

Les données issues de la balance de paiements permettent d'étudier la structure des investissements réalisés par les non-résidents en France. Ceux-ci se répartissent en investissements de portefeuille (détentions individuelles représentant moins de 10 % du total des actions d'une société) et investissements directs (détention à plus de 10 %). Ils concernent des entreprises résidentes qui peuvent être non cotées ou cotées. Parmi les plus grandes des entreprises cotées, on trouve naturellement les entreprises du CAC40.

1.1. La détention des sociétés du CAC40 par des investisseurs non-résidents

Pour mesurer l'importance des intérêts étrangers vis-à-vis des entreprises du CAC40, deux types d'indicateurs sont généralement utilisés : le nombre d'entreprises dont le capital social est détenu à plus de 50 % par des non-résidents, ou bien la valeur des actions des sociétés cotées au CAC40 (en valeur de marché, généralement, en fin d'année civile) qui sont détenues par des non-résidents. Chaque mesure est rapportée respectivement au nombre total d'entreprises du CAC40 ou à la capitalisation totale du même indice. Ces deux indicateurs seraient identiques si chaque entreprise du CAC40 avait la même capitalisation boursière (en volume initial et en évolution de sa valorisation).

La capitalisation boursière du CAC40 est estimée à 1 212 milliards d'euros à la fin de 2016 ; les non-résidents en détiennent 540 milliards. Ainsi, la Banque de France établit que le taux de détention par les non-résidents est de 44,5 % en 2016⁽⁵⁾. Cette détention non résidente dans le CAC40 se répartit entre investissements de portefeuille (dans une logique de placement) à hauteur de 90 % et investissements directs (dans une logique d'investissement) de l'ordre de 10 %. Le taux de détention évolue d'une année sur l'autre, sous l'effet de trois facteurs bien distincts : les flux d'achat et vente de titres chaque année, l'évolution de la valorisation de chaque entreprise et, enfin, les effets de composition de l'indice (entrée ou sortie d'entreprises du CAC40).

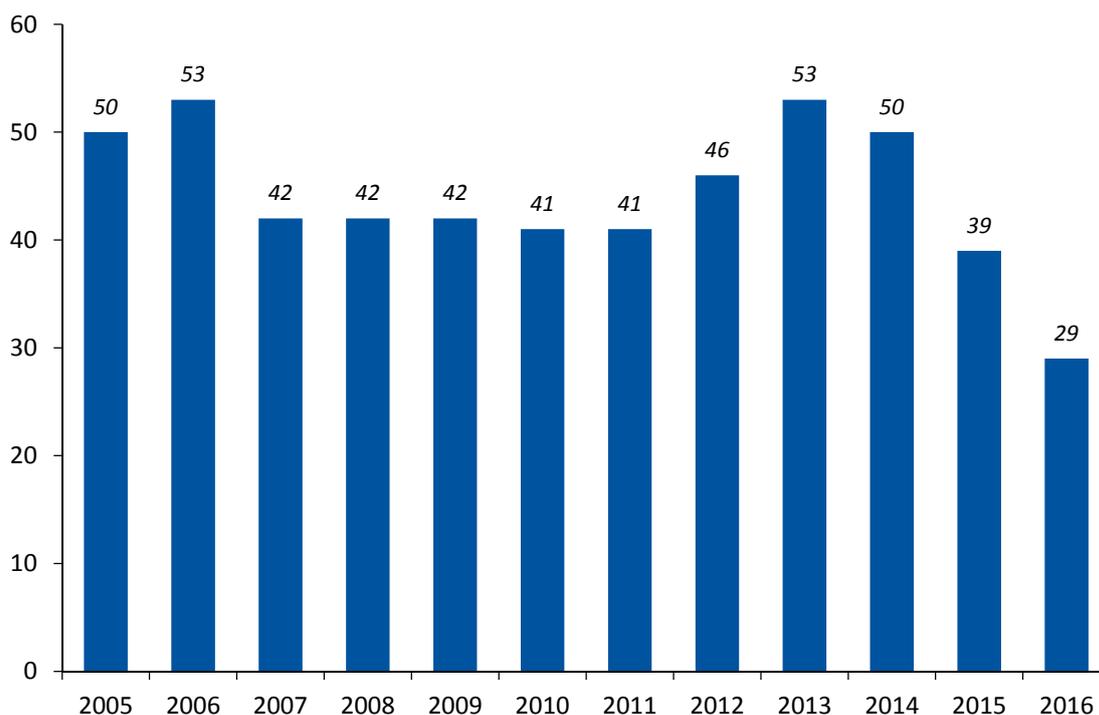
À titre d'exemple, le recul observé de 0,7 point du taux de détention entre 2016 et 2015 s'explique d'abord par les flux d'achats nets (les non-résidents sont vendeurs nets en 2016 à hauteur de 1,5 milliard d'euros, ce qui contraste avec cinq années consécutives d'achats nets par les non-résidents). Ensuite, l'effet de composition de l'indice en 2016 (entrée de la société Sodexo, sortie d'Alstom et rachat par Nokia d'Alcatel-Lucent) diminue la présence des non-résidents. Enfin, l'évolution des cours boursiers a un impact baissier sur le taux de détention (-0,2 point de pourcentage, selon la Banque de France).

Si l'on se réfère au premier indicateur, la proportion d'entreprises du CAC40 dont le capital social est détenu à plus de 50 % par des non-résidents s'établit à 29 % à la fin de 2016. Il s'agit du pourcentage le plus faible observé depuis dix ans, le point haut ayant été atteint en 2013 avec 53 % (graphique 1). Ainsi, en 2016, 10 entreprises (sur 35 retenues dans le cadre de l'étude) ont des actionnaires majoritairement étrangers, contre 14 en 2015 et 18 en 2014.

En considérant l'ensemble des actions cotées françaises, le taux de détention par les non-résidents est nettement inférieur mais suit une évolution globalement comparable à celle du CAC40 : à la fin de 2016, la part de l'ensemble des actions cotées détenue par les non-résidents s'établit à 39 % (pour 1 841 milliards d'euros de capitalisation).

(5) Voir Guette-Khiter (2017) où la notion retenue est celle de société cotée dans le CAC40 à la fin de 2016 ET résidente (c'est-à-dire une société dont le siège social de la maison-mère est situé sur le territoire français). Sont ainsi retenues 35 entreprises sur 40 : AccorHotels, Air Liquide, Axa, BNP Paribas, Bouygues, Capgemini, Carrefour, Crédit Agricole, Danone, Engie, Essilor International, Kering, Klépierre, Legrand, L'Oréal, LVMH, Michelin, Orange, Pernod Ricard, Groupe PSA, Publicis Groupe, Renault, Safran, Saint-Gobain, Sanofi, Schneider Electric, Société Générale, Sodexo, TechnipFMC, Total, Unibail-Rodamco, Valéo, Véolia-Environnement, Vinci et Vivendi.

Graphique 1. Sociétés françaises du CAC40 détenues majoritairement par des non-résidents (en %)



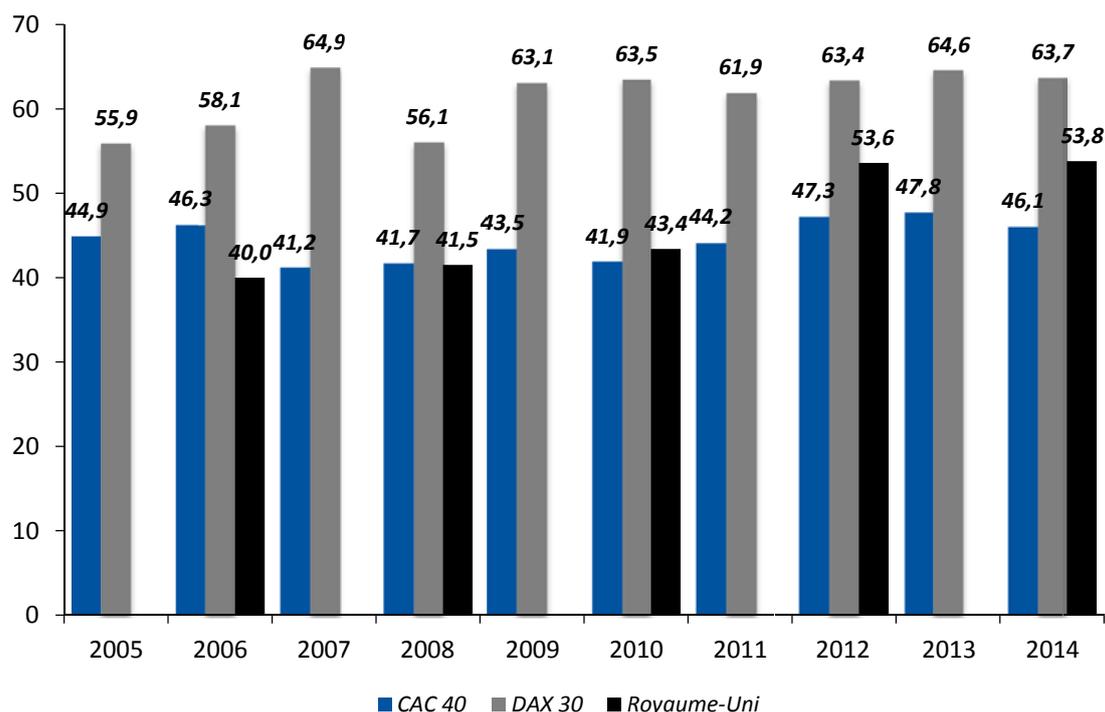
Source : Guette-Khiter (2017), données Balance des paiements.

Sur plus longue période et à partir des comptes financiers nationaux, des grandes tendances de l'évolution de l'actionnariat des sociétés françaises sont mises en exergue par l'Observatoire de l'épargne européenne⁽⁶⁾. Il fait le constat d'une « transformation radicale », la détention d'actions cotées françaises s'étant en effet déplacée vers les investisseurs non-résidents⁽⁷⁾ tandis que l'actionnariat individuel s'est érodé. Ces tendances sont également observées dans tous les autres grands pays européens, en étant souvent même plus prononcées avec une présence plus forte des non-résidents : en 2014, la part du DAX allemand détenue par les non-résidents était de 64 % et celle du FTSE 100 britannique de 55 %, (graphique 2). Si l'on considère l'ensemble des actions cotées, les taux de détention par les non-résidents, à la fin de 2016, sont systématiquement supérieurs au taux français : 47 % environ en Espagne, 52 % en Italie, 54 % au Royaume-Uni, 55 % en Allemagne, 69 % en Belgique et 71 % au Pays-Bas (cf. Guette-Khiter, 2017).

(6) Voir Davydoff, Fano et Li Qin (2013).

(7) La part des investisseurs non-résidents dans les actions cotées en France est passée de 5-10 % au milieu des années 1980 aux alentours de 40 % au début des années 2000.

Graphique 2. Taux de détention par des non-résidents des sociétés du CAC40, du DAX 30 et des sociétés cotées britanniques



Sources : Guette-Khiter (2017), données Balance des paiements et Euronext, Deutsche Bundesbank (2014) et Office for National Statistics (2015).

En France, les investisseurs étrangers sont présents dans un grand nombre de secteurs d'activité, mais selon des proportions très variables. Sur la période 2000-2016, c'est le secteur « Pétrole, Gaz et minéraux » qui attire le plus avec un taux de détention largement supérieur à 50 %, vient ensuite le secteur de l'« Industrie », suivi de celui des « Sociétés financières »⁽⁸⁾.

Les détenteurs non-résidents d'actions françaises sont d'abord européens : à la fin de 2016, 44,3 % des actions et titres d'organismes de placement collectif (OPC) français étaient détenus par des non-résidents localisés dans la zone euro. Les États-Unis sont ensuite présents à hauteur de 35 %, puis viennent le Royaume-Uni (8 %), la Suisse, le Canada et le Japon pour des détentions équivalentes (3 %). Dans la catégorie « Autres », on retrouve la Suède, le Danemark et la Chine. La Chine représente 0,4 % de la capitalisation boursière du CAC40, et 0,5 % si l'on considère Hong Kong et Macao.

Encadré. Qui sont les principaux actionnaires non-résidents du CAC40⁽¹⁾

Pour décrire plus précisément les détenteurs non résidents des actions du CAC40, il faut pouvoir disposer d'une base de données individuelles fournissant des informations sur la structure du capital de chaque entreprise. À partir de la base de données ORBIS compilée par Bureau Van Dijk, cet examen peut être conduit dans la mesure des informations disponibles, c'est-à-dire pour la fraction du capital pour lequel les actionnaires sont bien identifiés.

Pour repérer les investisseurs les plus importants, et compte tenu des retraitements à effectuer dans la base de données, le choix a été fait de ne retenir, pour chaque entreprise du CAC40, que des actionnaires non-résidents détenant au moins 1,5 % du capital. À partir de cet extrait de la base de données⁽¹⁾, la part de

(8) Selon la classification ICB (Industry Classification Benchmark).

chaque actionnaire dans une entreprise sert à calculer la valeur de sa détention puis, en agrégeant l'ensemble des détentions de cet actionnaire dans toutes les entreprises du CAC40, on détermine les actionnaires les plus importants en considérant l'ensemble du CAC40⁽²⁾. En procédant ainsi, on parvient à couvrir un peu moins de la moitié de la détention non résidente du CAC40. Ainsi, ces résultats ne sont pas suffisamment représentatifs pour décrire l'ensemble des actionnaires non résidents mais ils nous paraissent exploitables pour faire ressortir le « top 10 » des actionnaires étrangers du CAC40.

Principaux actionnaires du CAC40 (fin 2016)

Rang	Nom	Pays d'origine	Type
1	BlackRock	États-Unis	Fonds de gestion
2	Nestlé	Suisse	Entreprise non financière
3	Capital Group Companies	États-Unis	Fonds de gestion
4	Norges Bank IM	Norvège	Fonds souverain
5	Massachusetts Financial Services	États-Unis	Fonds de gestion
6	Vanguard Group	États-Unis	Fonds de gestion
7	Dodge & Cox	États-Unis	Fonds de gestion
8	Qatar Investment Authority	Qatar	Fonds souverain
9	Franklin Resources	États-Unis	Fonds de gestion
10	État belge	Belgique	État

Sources : Base de données ORBIS et calculs des auteurs.

Le premier actionnaire non résident qui ressort de cet exercice est BlackRock, société multinationale de gestion d'actifs dont le siège est situé à New York. Devenue le plus important gestionnaire d'actifs au monde, avec plus de 5 000 milliards d'euros à la fin de 2016, cette société a une stratégie de portefeuille diversifié, un tiers de ses investissements étant en Europe. Présent dans le capital d'une entreprise du CAC40 environ une fois sur deux, et le plus souvent pour une participation de l'ordre de 5 % (cette participation est encore plus importante pour l'entreprise Unibail-Rodamco), cet actionnaire dépasse de loin les autres actionnaires non-résidents lorsque l'on considère globalement le CAC40.

Les autres fonds de gestion américains que l'on retrouve dans le tableau – Capital Group Companies, Massachusetts Financial Services, Vanguard Group, Dodge & Cox et Franklin Resources – sont présents dans le capital de plusieurs entreprises du CAC40, dans des proportions allant de 2 à 5 %.

On trouve par ailleurs deux fonds souverains dans ce « top 10 » des actionnaires : le fonds norvégien et le fonds du Qatar. Le fonds souverain norvégien, à près de 1 000 milliards d'euros d'actifs est le plus gros fonds souverain au monde. Il est géré par « Norges Bank Investment Management », département dédié de la Banque centrale de Norvège avec une stratégie de placement diversifiée en actions, en obligations et dans l'immobilier un peu partout dans le monde. Investi dans plus de la moitié des entreprises du CAC40, sa participation est souvent de l'ordre de 2 % dans le capital de ces entreprises. Le fonds souverain du Qatar, le Qatar Investment Authority (QIA), a également une présence significative dans le capital du CAC40, au-delà de ses investissements les plus médiatiques en France dans le domaine du sport (PSG, courses hippiques et la chaîne télévisée BeIN Sports) ou des hôtels de luxe. Ainsi le QIA est le deuxième actionnaire de la société AccorHotels, derrière le chinois JinJiang International Holdings. Le QIA possède aussi des participations minoritaires dans plusieurs autres entreprises du CAC40 comme Total, Vinci, Veolia Environnement, LVMH et Vivendi, ce qui lui vaut son classement parmi les 10 premiers actionnaires du CAC40, au contraire de l'actionnaire JinJiang qui ne détient pas d'actions de sociétés du CAC40 en dehors d'AccorHotels.

Enfin, deux autres actionnaires sont plus atypiques dans le sens où ils sont des actionnaires « uniques » (présents dans le capital d'une seule entreprise du CAC40) mais avec un volume de capitalisation très important. C'est le cas de Nestlé, partenaire de longue date de L'Oréal dont il détient 23 % du capital, ou encore de l'État belge, présent dans le capital de BNP Paribas à hauteur de 7,8 % à la suite du rachat par la banque française de la banque belge Fortis, sauvée de la faillite par la Belgique lors de la crise financière de 2008.

(1) Données extraites au premier trimestre 2017.

(2) Par souci de cohérence, le même champ d'étude que celui retenu par la Banque de France a été retenu pour décrire les entreprises du CAC40 (35 entreprises constituant le CAC40 fin 2016, dont le siège social est établi en France).

1.2. Les investissements directs étrangers en France

Les données de la balance des paiements révèlent que l'essentiel des investissements réalisés par les non-résidents dans les entreprises du CAC40 prennent la forme d'investissements de portefeuilles (90 % du total, voir *supra*). Il peut cependant être intéressant de se pencher sur l'investissement direct étranger (les 10 % restants) qui présente un caractère stratégique dans la mesure où il désigne des détentions individuelles correspondant à plus de 10 % du total des actions d'une société, ou 10 % des droits de vote. Dans la balance des paiements, on repère trois composantes de flux d'investissements directs étrangers en France :

- les opérations en capital propre forment la composante la plus importante : création d'une filiale, recapitalisation augmentation du capital d'une filiale préexistante ou encore prise de participation au capital d'une société sans lien préalable avec l'investisseur direct ;
- les investissements immobiliers correspondent aux achats et cessions par des non-résidents de biens immobiliers à usage personnel ou professionnel situés sur le territoire français ;
- la troisième composante comprend les bénéfices réinvestis et les prêts nets-intragroupe d'investisseurs directs non-résidents à leurs affiliés résidents, mais aussi entre sociétés sœurs au sein d'un même groupe dont la maison mère est implantée à l'étranger.

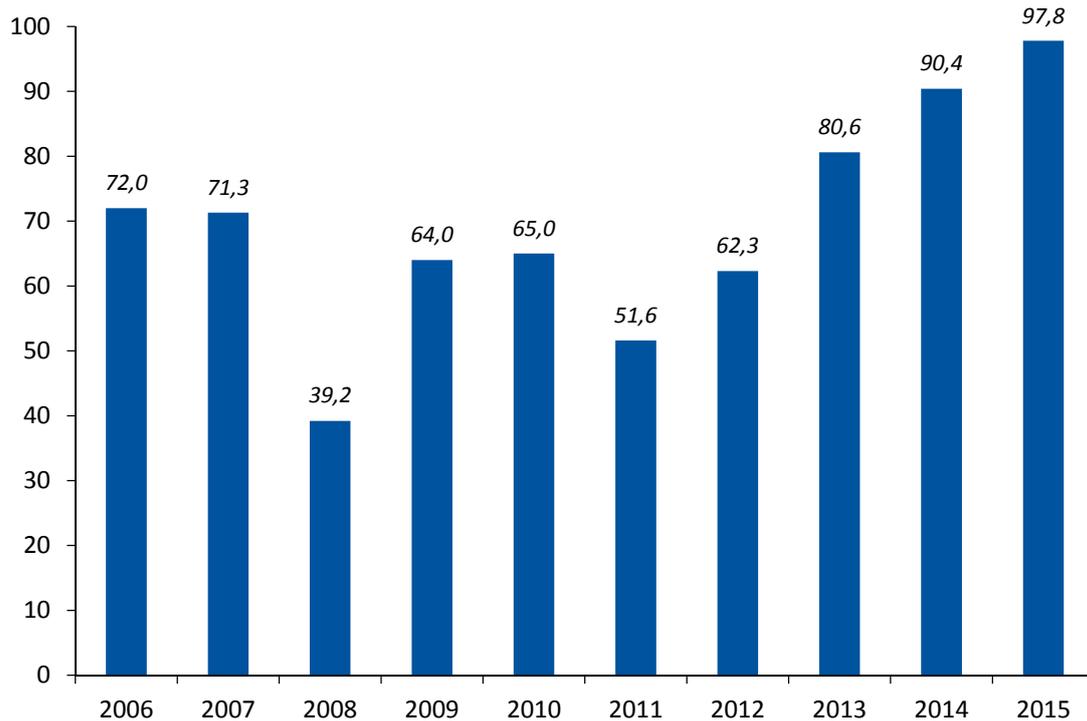
L'intérêt de l'investissement direct étranger pour notre propos est à relier à la position extérieure nette de la France, qui retrace ses créances et ses engagements vis-à-vis des non-résidents : la composante « investissement direct » en est le principal poste créancier. Par exemple, à la fin de 2015 le stock d'investissements directs étrangers (IDE) en France s'établit à 630 milliards d'euros tandis que le stock d'IDE français à l'étranger est de 1 150 milliards d'euros, essentiellement du fait des grandes entreprises résidentes en France (elles concentrent 90 % du stock d'IDE en capitaux propres). Du fait, de sa position créditrice nette, la France génère chaque année 40 milliards de revenus. Ce montant, relativement stable depuis trois ans, contribue positivement au solde des transactions courantes de la balance des paiements française.

En 2015, les grandes entreprises et les entreprises de taille intermédiaire (ETI) reçoivent trois quarts des stocks d'IDE en France, avec respectivement plus de 240 milliards et 190 milliards d'euros à la fin de 2015. Cependant de nombreuses ETI concernées appartiennent à des entreprises multinationales non résidentes et dépendent d'un grand groupe⁽⁹⁾.

Pour les seules sociétés cotées en France, le stock total d'IDE atteint 97,8 milliards d'euros en 2015, en progression sensible depuis 2011 (graphique 3).

(9) Une étude de la Direction des enquêtes et statistiques sectorielles de la Banque de France souligne en outre que concernant les opérations en capital social, 80 % des investissements directs sont à destination de filiales contrôlées majoritairement, cf. Hautcoeur et Cayssials (2017).

Graphique 3. Stock d'investissements directs étrangers en capitaux propres dans les sociétés cotées en France (en milliards d'euros)



Source : Calcul des auteurs d'après données Balance des paiements, Banque de France.

L'analyse des investissements directs étrangers par origine géographique peut se faire selon le principe du pays de provenance immédiate ou selon le principe du pays de résidence de l'investisseur ultime, défini comme étant l'entité à l'origine de la chaîne de liens financiers (supérieurs à 50 %) constitutive d'un groupe. Par exemple, quand une entreprise américaine investit en France *via* une filiale implantée aux Pays-Bas, elle sera comptée comme investisseur ultime tandis que la filiale aux Pays-Bas sera retenue comme investisseur immédiat.

Au sens de la provenance immédiate, les principaux pays investisseurs en France en 2015 sont le Luxembourg (20 %), suivi des Pays-Bas (14 %), puis viennent le Royaume-Uni, les États-Unis, l'Allemagne et la Suisse chacun autour de 10-12 %. L'approche de l'investisseur ultime modifie cependant sensiblement la ventilation géographique : les États-Unis deviennent alors le premier investisseur (19 %), suivis par la Suisse, le Royaume-Uni et l'Allemagne à hauteur de 12 %. En revanche, des pays de transit, tels que le Luxembourg ou les Pays-Bas, ne ressortent plus comme des investisseurs de premier plan.

2. Présence d'investisseurs étrangers dans l'actionnariat et les conseils d'administration des entreprises domestiques

2.1. Le rôle de l'investisseur institutionnel

La recherche dans le domaine de la finance d'entreprise a consacré de nombreux travaux à la structure de détention du capital des entreprises.

Les premières contributions théoriques s'intéressent à la question de la délégation de pouvoir des actionnaires à un manager-dirigeant d'entreprise et cherchent à comprendre le mécanisme de la prise de contrôle. Grossman et Hart (1980) montrent que cette forme de délégation crée un problème d'incitations : chaque actionnaire n'est pas, individuellement, incité à faire l'effort suffisant pour vérifier que le manager

gère bien l'entreprise dans l'intérêt collectif des actionnaires. En effet, le bénéfice collectif de la surveillance du dirigeant est supérieur au bénéfice individuel de chaque actionnaire. Ceci limite le contrôle de la part des actionnaires et réduit les mécanismes d'amélioration opérationnelle de l'entreprise. Shleifer et Vishny (1986), Maug (1988) étendent l'analyse à un environnement avec investisseurs institutionnels : en détenant une large part du capital, ils deviennent également les principaux bénéficiaires de l'amélioration de la gestion de l'entreprise et peuvent donc accepter de supporter le coût de contrôle. L'intérêt est donc d'évaluer la valeur ajoutée de ce type d'agent, ayant les moyens de contrôler la qualité de la gestion de l'entreprise, d'influencer les stratégies managériales, ou encore de peser dans les décisions de changement de direction. Ces travaux mettent en avant l'arbitrage des investisseurs institutionnels entre surveillance de la gestion, impliquant un certain effort d'audit et finalement le partage des gains avec les autres actionnaires ; ou le choix de vendre et réaliser un gain privé sur la base des informations collectées.

Les travaux empiriques révèlent de fait une forte hétérogénéité dans les comportements des investisseurs institutionnels et leur influence sur le management opérationnel (décisions sur les prises de contrôle, les dépenses de R&D, ou encore les primes des directeurs)⁽¹⁰⁾. Pour y voir plus clair, Chen, Hardford et Li (2007) proposent d'introduire une distinction entre les investisseurs institutionnels de long terme et les autres : les premiers devraient, en principe, s'engager dans un processus d'audit et d'influence du management lorsque cela est nécessaire, plutôt que de vendre. Ils parviennent à démontrer que les investisseurs détenant une part importante du capital et qui font le choix d'une orientation de long terme bénéficient clairement de leurs efforts de contrôle et d'influence sur les décisions de la direction d'entreprise, comme le suggèrent les analyses théoriques. Ils confirment par ailleurs des performances supérieures relatives des entreprises après fusion. Ces investisseurs ne réalisent pas de transactions sur la base d'informations de court terme, mais se fondent surtout sur leurs efforts de surveillance pour faire des ajustements de portefeuilles, dès lors qu'ils anticipent par exemple que leur capacité à influencer la direction d'entreprises ou à renverser des décisions jugées mauvaise sera réduite. Ainsi, bien que la plupart des avantages liés à leur effort de surveillance soient partagés par d'autres investisseurs de l'entreprise, ces investisseurs tirent profit de leur gestion de long terme.

Il ressort de ces travaux, compte tenu des coûts et des avantages du *trading* par rapport au suivi, que seuls les investisseurs de long terme se spécialisent dans le rôle de surveillance. Leurs efforts génèrent des externalités positives pour tous les actionnaires.

Tous les résultats cités jusqu'ici concernent l'économie américaine. Ferreira et Matos (2008) sont les premiers à constituer une base de données complète sur les détentions d'actions par les institutionnels dans le monde entier, qui représentent 40 % de la capitalisation boursière mondiale. Ils démontrent que tous les investisseurs institutionnels, quelle que soit leur origine géographique, partagent une préférence pour les entreprises de grande taille dont l'actionnariat est bien réparti (c'est-à-dire les entreprises sans grands détenteurs avec possibilité de blocage), des pays avec des normes d'information solides et des entreprises situées physiquement près de leur marché domestique. Les auteurs montrent également que les investisseurs institutionnels étrangers et nationaux divergent dans certaines préférences. Les investisseurs institutionnels étrangers ont une forte appétence pour les entreprises ayant une « visibilité externe », c'est-à-dire avec des informations disponibles pour les analystes étrangers. Les institutions nationales ont tendance à sous-pondérer ces mêmes actions. Enfin, les institutionnels américains se distinguent des autres institutionnels étrangers dans leur préférence pour les valeurs à forte croissance et leur tendance à détenir des actions dans les pays anglophones et pays émergents.

Mard, Marsat et Roux (2014) étudient le lien entre les performances financières d'une entreprise et la structure de l'actionnariat des sociétés cotées françaises. Deux aspects sont pris en considération : le niveau de concentration de l'actionnariat, mais également son type. Cette étude évalue la pertinence empirique des théories de l'alignement et de l'enracinement des dirigeants. À partir d'un échantillon d'entreprises cotées au SBF250, entre 2004 et 2008, les auteurs mettent en évidence une relation en forme

(10) Brickley, Lease et Smith (1988), Agrawal et Mandelker (1990), Bushee (1998), Hartzell et Starks (2003), Almazan, Hartzell et Starks (2005) et Borokhovich, Brunarski, Harman et Parrino (2006).

de « U renversé » entre la part détenue par le principal actionnaire et la performance, en particulier quand celui-ci est familial. S'agissant de l'influence de la nature de l'actionnariat (son type) sur la performance, les résultats obtenus montrent que contribution positive des actionnaires financiers (sociétés financières, assurances, banques et sociétés d'investissement) sur la performance, dès lors qu'ils détiennent une part minimale du capital.

2.2. La composition des conseils d'administration

Nous avons vu que la structure de l'actionnariat d'une entreprise affecte sa performance. Cependant, les caractéristiques du conseil d'administration sont également un aspect de la gouvernance à considérer. Si la recherche empirique est encore peu fournie sur le lien entre la présence d'administrateurs étrangers et les performances financières des entreprises, nous présentons ici quelques travaux récents.

En s'intéressant aux entreprises américaines, Masulis *et al.* (2012) montrent que les entreprises dont les conseils comportent des administrateurs non nationaux procèdent à des acquisitions de meilleure qualité dans les pays d'origine des administrateurs. Cependant, ces administrateurs sont moins présents aux réunions et sont moins investis dans leur rôle de surveillance du conseil. Pour ces auteurs, la présence d'administrateurs non nationaux diminue de manière significative la performance des entreprises (rentabilité des actifs et Q de Tobin), surtout lorsque l'entreprise n'a pas de présence commerciale dans le pays d'origine des administrateurs. Toutefois, plus les relations commerciales de l'entreprise avec les pays d'origine des administrateurs s'intensifient, plus les performances augmentent.

D'autres travaux, consacrés aux conseils d'administration au Royaume-Uni, suggèrent que les administrateurs étrangers sont très impliqués dans les tâches de *monitoring* et ont un réel impact sur la rémunération des dirigeants des entreprises britanniques. Les auteurs démontrent que la diversité du conseil est liée positivement aux performances de l'entreprise (mesurées par le rendement des actifs et le Q de Tobin) et soulignent que les administrateurs non nationaux sont surreprésentés dans les comités d'audit, de gouvernance et de rémunération, *cf.* Estélyi et Nisar (2016).

Sur la base d'un échantillon d'entreprises non américaines de 80 pays, Miletkov *et al.* (2017) soulignent que ce sont les entreprises les plus internationalisées et les plus grandes qui bénéficient le plus de la présence d'administrateurs étrangers⁽¹¹⁾. Ils trouvent que, toutes choses égales par ailleurs, les pays disposant de marchés financiers peu développés et d'une population peu instruite, auront plus tendance à accueillir des administrateurs non nationaux.

Concernant l'impact sur les performances financières, les auteurs mettent en évidence que les coûts liés aux administrateurs étrangers sont supérieurs aux bénéfices potentiels dans les pays disposant d'institutions juridiques fortes et que la performance de l'entreprise est plus importante lorsque l'administrateur est originaire d'un pays où le cadre juridique est plus solide. Toutefois, en moyenne sur l'ensemble de leur échantillon, ils n'observent pas de relation significative entre les administrateurs non nationaux et les performances des entreprises.

3. Conclusion

La présence d'investisseurs non résidents dans le capital des entreprises du CAC40 fluctue autour de 45 % depuis les années 2000. La montée en puissance des investisseurs non résidents depuis le début des années 1990 n'est pas un phénomène propre à la France : on observe la même tendance chez nos voisins

(11) À partir d'un échantillon de quatre pays scandinaves (Suède, Danemark, Norvège et Finlande), Oxelheim *et al.* (2013) trouvent également que les conseils sont plus diversifiés dans les entreprises de grande taille, ainsi que dans celles où les opportunités de croissance sont plus élevées. Ils établissent par ailleurs une corrélation positive entre un nombre élevé d'administrateurs nationaux disposant d'une expérience internationale et l'internationalisation commerciale des entreprises.

européens où les taux de détention des actions cotées par les non-résidents sont même bien supérieurs. Notons en outre que la France investit elle-même encore plus à l'étranger, *via* ses grandes entreprises, si l'on considère les investissements directs retracés dans la balance de paiements (position nette créditrice). Parmi les plus gros actionnaires étrangers des entreprises du CAC40, lorsqu'elles sont prises en compte globalement, on trouve avant tout des fonds de gestion ou des fonds souverains. La revue de littérature sur la structure de détention du capital des entreprises et la composition du conseil d'administration nous enseigne que ce sont surtout les investisseurs institutionnels de long terme qui ont un effet sur la performance des entreprises tandis la relation entre performance d'entreprise et présence d'administrateurs non nationaux est variable, suivant les contextes des pays concernés.

Références bibliographiques

Agrawal A. et G. Mandelker (1990) : « Large Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Anti-Takeover Charter Amendments », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 25, n° 1, pp. 143-161.

Almazan A., J. Hartzell et L. Starks (2005) : « Active Institutional Shareholders and Cost of Monitoring: Evidence from Executive Compensation », *Financial Management*, vol. 34, n° 4, pp. 5-34.

Borokhovich K., K. Brunarski, Y. Harman et R. Parrino (2006) : « Variation in the Monitoring Incentives of Outside Stockholders », *The Journal of Law & Economics*, vol. 49, n° 2, pp. 651-680.

Brickley J., R. Lease et C. Smith Jr. (1988) : « Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, n° 1, pp. 267-291.

Bushee B.J. (1998) : « The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior », *The Accounting Review*, vol. 73, n° 3, pp. 305-33.

Chen X., J. Harford et K. Li (2007) : « Monitoring: Which Institutions Matter? », *Journal of Financial Economics*, vol. 86, n° 2, pp. 279-305.

Cornett M., A. Marcus, A. Saunders et H. Tehranian (2004) : *The Impact of Institutional Ownership on Corporate Performance*, Mimeo, New York University.

Davydoff D., D. Fano et Li Qin (2013) : « Who Owns the European Economy? Evolution of the Ownership of EU-Listed Companies Between 1970 and 2012 », *Observatoire de l'épargne européenne (OEE) et INSEAD OEE Data Services (IODS)*, Rapport pour la Commission européenne (DG Internal market and Services) et le Financial Service User Groupe (FSUG), août.

Del Guercio D. et J. Hawkins (1999) : « The Motivation and Impact of Pension Fund Activism », *Journal of Financial Economics*, vol. 52, n° 3, pp. 293-340.

Deutsche Bundesbank (2014) : *Monthly Report*, vol. 66, n° 9, septembre.

Estélyi K.S. et T. Nisar (2016) : « Diverse Boards: Why Do Firms Get Foreign Nationals on Their Boards? », *Journal of Corporate Finance*, n° 38, pp. 174-192.

Ferreira M. et P. Matos (2008) : « The Colors of Investors' Money: The Role of Institutional Investors Around the World », *Journal of Financial Economics*, vol. 88, n° 3, pp. 499-533.

Gaspar J., M. Massa et P. Matos (2005) : « Shareholder Investment Horizons and the Market for Corporate Control », *Journal of Financial Economics*, vol. 76, n° 1, pp. 135-165.

Gillan S.L. et L.T. Starks (2000) : « Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors », *Journal of Financial Economics*, vol. 57, n° 2, pp. 275-305.

- Grossman S.J. et O.D. Hart (1980) : « Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation », *The Bell Journal of Economics*, vol. 11, n° 1, pp. 42-64.
- Guette-Khiter C. (2017) : « La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC40 à la fin de l'année 2016 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 213, septembre-octobre.
- Hartzell J. et L. Starks (2003) : « Institutional Investors and Executive Compensation », *Journal of Finance*, vol. 58, n° 6, pp. 2351-2374.
- Hautcoeur A. et J-L. Cayssials (2017) : « Les stocks d'investissement directs de la France », *Bulletin de la Banque de France*, n° 213, septembre-octobre.
- Karpoff J. (2001) : *The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings*, University of Washington, Michael G. Foster School of Business. Disponible sur https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=885365
- Mard Y., S. Marsat et F. Roux (2014) : « Structure de l'actionariat et performance financière de l'entreprise : le cas français », *Finance Contrôle Stratégie*, tome 17, vol. 4.
- Masulis R.W., C. Wang, F. Xie (2012) : « Globalizing the Boardroom. The Effects of Foreign Directors on Corporate Governance and Firm Performance », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 53, n° 3, pp. 527-554.
- Maug E. (1998) : « Large Shareholders as Monitors: Is there a Trade-Off Between Liquidity and Control? », *Journal of Finance*, vol. 53, n° 1, pp. 65-98.
- McConnell J. et H. Servaes (1990) : « Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value », *Journal of Financial Economics*, n° 27, pp. 595-612.
- Miletkov M., A. Poulsen et M.B. Wintoki (2017) : « Foreign Independent Directors and the Quality of Legal Institutions », *Journal of International Business Studies*, vol. 48, n° 2, pp. 267-292.
- Office for National Statistics (2015) : « Ownership of UK Quoted Shares: 2014 », *Statistical Bulletin*, 2 septembre.
- Oxelheim L., A. Gregorič, T. Randøy, T. et S. Thomsen (2013) : « On the Internationalization of Corporate Boards: The Case of Nordic Firms », *Journal of International Business Studies*, vol. 44, n° 3, pp. 173-194.
- Parrino R., R. Sias et L. Starks (2003) : « Voting With their Feet: Institutional Ownership Changes Around Forced CEO Turnover », *Journal of Financial Economics*, vol. 68, n° 1, pp. 3-46.
- Qiu L. (2004) : *Which Institutional Investors Monitor? Evidence from Acquisition Activity*, Miméo, Brown University.
- Shleifer A. et R. Vishny (1986) : « Large Shareholders and Corporate Control », *Journal of Political Economy*, vol. 94, n° 3, Part 1, pp. 461-488.
- Sias R. et L. Starks (1997) : « Institutions and Individuals at the Turn-of-the-Year », *Journal of Finance*, vol. 52, n° 4, pp. 1543-1562.
- Smith M. (1996) : « Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS », *Journal of Finance*, vol. 51, n° 1, 227-252.
- Wahal S. (1996) : « Pension Fund Activism and Firm Performance », *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, n° 1, pp. 1-23.
- Woidtke T. (2002) : « Agents Watching Agents? Evidence from Pension Fund Ownership and Firm Value », *Journal of Financial Economics*, vol. 63, n° 1, pp. 99-131.