

L'actionnariat des fonds de pension
et la performance des entreprises :
une étude comparative entre la France et la Suède*

Enareta Kurtbegu^{†1} and Huyen Nguyen^{‡2}

¹*Université d'Angers, GRANEM, Chaire TDTE*

²*Le Mans Université, GAINS – TEPP, IRA, Chaire TDTE*

3 octobre 2018

*Ce travail de recherche a bénéficié du soutien de la Chaire «Transitions Démographiques, Transitions Économiques», placée sous l'égide de la Fondation du Risque.

[†]Maître de conférences en Sciences Économiques. *Courriel* : enareta.kurtbegu@univ-angers.fr.

[‡]Maître de conférences en Sciences de Gestion. *Courriel* : huyen.nguyen_thi_thanh@univ-lemans.fr.

1 Introduction

Avec près de 30.000 milliards de dollars d'actifs sous gestion, les fonds de pension (désormais FP) sont devenus des acteurs majeurs sur les marchés financiers et ont largement contribué à façonner les marchés financiers et les économies nationaux et internationaux. Nombreux FP occupent le devant de la scène en raison de leur taille globale importante (par rapport au PIB des pays) mais aussi pour leur taille individuelle souvent très imposante. Compte tenu de leur poids, leur importance économique et leur grand volume de détention en actions, ils figurent désormais parmi les actionnaires les plus influents. De nombreuses études ont démontré qu'ils soient actionnaires activistes ou passifs, qu'ils détiennent un petit ou un grand pourcentage du capital de l'entreprise, ils exercent d'une façon inévitable une influence non négligeable sur la gouvernance, l'innovation et la performance des entreprises dans lesquelles ils sont actionnaires¹.

Il convient de distinguer les FP publics des FP privés en raison des différences notables en termes de comportements d'investissement de ces fonds. Ces différences sont liées aux spécificités juridiques, organisationnelles de ces deux types des FP ainsi qu'à la structure de rémunération des gérants. En effet, les administrateurs des FP publics sont nommés par l'autorité publique – le gouvernement ou l'état fédéral et de ce fait, ils ont des connexions politiques importantes. En revanche, ils disposent d'une plus grande liberté vis-à-vis du management des entreprises et donc plus de d'indépendance pour se faire entendre en cas de désaccord avec les politiques de l'entreprise jugées sous-optimales. Par ailleurs, beaucoup moins bien rémunérés que leurs homologues, notamment en raison de l'absence de prime directement liée à leur performance, ces gérants des FP publics gèrent leurs portefeuilles de manière à répliquer un indice boursier².

De manière générale, les FP se distinguent, à plusieurs égards, des autres investisseurs institutionnels (les banques, les compagnies d'assurance ou des fonds d'investissement) mais un des aspects essentiels les rendant si différents tient à la maturité très longue de leurs passifs. De par la nature de leurs engagements financiers étalés sur un horizon très long, les FP ont des horizons de placement de long terme. *A contrario*, puisque les fonds

1. Il existe une grande diversité au sein des actionnaires institutionnels. Les banques, les compagnies d'assurance, les FP, les *hedge funds*, les *mutual funds* sont loins de se comporter de la même manière. Au sein d'un même type d'institution, leur implication dans la gouvernance d'entreprise et la nature de leurs actions d'influence auprès des dirigeants peuvent varier fortement. Elles dépendent beaucoup de leur modèle économique, plus précisément de la structure du passif, la stratégie d'investissement, l'intensité concurrentielle, la structure de leur portefeuille, la structure des frais, leurs objectives socio-politiques et le pourcentage du capital détenu (Thomsen et Pedersen, 2000; Bushee, 2004; Versteegen et Schneider, 2002; Amann *et al.*, 2007; Celik et Isaksson, 2013).

2. Voir annexe 1 pour une présentation détaillée des différences organisationnelles importantes des FP publics et privés aux États-Unis ainsi que leurs politiques d'investissement respectives qui en émanent.

d'investissement traditionnels sont exposés en permanence au risque de retraits élevés imprévus des investisseurs, ils ont un horizon de placement beaucoup plus court. Or, plusieurs études ont démontré que l'horizon d'investissement explique en grande partie les comportements de ces institutionnels en tant qu'actionnaires et, de ce fait, influence grandement et inévitablement les politiques des entreprises en matière d'investissements, émission d'actions, R&D, rachat d'actions, versement de dividendes. Pour les entreprises sous-évaluées, plus la structure actionnariale est stable et de long terme, plus les investissements sont importants, plus elles se financent par capitaux propres et moins elles versent de dividendes (Derrien *et al.*, 2013). Ils dissuadent certains types de financements et d'investissements, promeuvent l'innovation en quantité et en qualité mais encouragent le versement de dividendes (Harford *et al.*, 2018). Leur présence est aussi associée à plus de brevets, citations par brevets (Kim *et al.*, 2017) et des dépenses en R&D (Brossard *et al.*, 2013)³. De plus, les actionnaires de long terme contribuent à valoriser les activités de responsabilité sociale d'entreprise (RSE) en créant de la richesse actionnariale en réduisant le risque des cash-flows via leur surveillance efficace (Nguyen *et al.*, 2017).

Par ailleurs, comparés aux institutionnels à l'horizon d'investissement plus long, les institutionnels ayant un horizon de placement de court terme réduisent davantage leurs positions en actions durant les épisodes turbulentes, créant ainsi une pression baissière au niveau des cours boursiers et de larges chutes de prix de ces titres (Cella *et al.*, 2013). De même, Duijma et Steins Bisschop (2015) étudient les transactions en bourse des compagnies d'assurance et des FP hollandais et trouvent que les FP hollandais ont des comportements de trading contrecycliques alors que les compagnies d'assurance sont procycliques. Garel et Rérolle (2017) observent que pour les entreprises cotées françaises, un actionnariat composé davantage d'investisseurs fondamentaux⁴ est associé à moins de surs réactions du marché en cas d'annonces de mauvais résultats inattendus, moins de sur- ou sous-évaluation par le marché. Ainsi pour ces entreprises, les dirigeants sont moins exposés au capitalisme trimestriel, aux sentiments du marché et peuvent se concentrer sur la gestion des enjeux de long terme afin d'améliorer la valeur intrinsèque de l'entreprise. Baudru *et al.* (2000) rapportent que les taux de rotation des portefeuilles sont de deux à trois ans pour les fonds d'investissements traditionnels et de l'ordre de la décennie pour les FP. Selon une étude récente de Garel (2017) réalisée sur des entreprises cotées amé-

3. Voir également Francis et Smith (1995), Bushee (1998), Eng et Shackell (2001), Hall et Lerner (2009), Scott (2014) pour le rôle positif des actionnaires institutionnels de manière générale. Des études démontrant le courttermisme des actionnaires institutionnels au détriment de l'innovation incluent Porter (1992), Samuel (2000), (Harter et Harikumar, 2004), Kaplan et Minton (2006), (Bhojraj *et al.*, 2009), Crane *et al.* (2016).

4. Selon ces auteurs, un investisseur est considéré comme investisseur fondamental s'il détient ses parts pendant au moins de deux ans, figure parmi les actionnaires dans le 1er quartile d'actionnaires et ont une allocation active de portefeuille.

ricaines, les FP, notamment les FP publics, sont des investisseurs institutionnels qui ont les plus faibles taux de rotation. D'après les résultats de [Derrien *et al.* \(2013\)](#), l'horizon de placement de long terme est vraiment caractéristique de certains types d'investisseurs institutionnels et a tendance à être très stable dans le temps, malgré des cycles économiques. [Bushee \(2004\)](#) rapportent que les FP présents dans l'actionnariat des entreprises américaines cotées maintiennent leurs positions sur une période plus longue que les autres catégories d'investisseurs institutionnels, même pour de faibles pourcentages de détention.

En plus de l'horizon de placement de long terme compatible avec le développement de l'entreprise, les FP sont aussi considérés comme plus aptes pour surveiller le management des entreprises. En effet, comparé aux actionnaires de type banques et compagnies d'assurance qui sont liées aux entreprises par des relations d'affaires, les FP, notamment ceux publics, disposent d'une plus grande indépendance pour faire pression sur les dirigeants⁵. Nombreux FP publics sont des activistes très engagés non seulement en matière de gouvernance d'entreprise mais aussi en investissements éthiques, soucieux des enjeux environnementaux et sociétaux. Ils sont aussi des actionnaires institutionnels qui restent après des épisodes de faibles performances comptables et boursières des entreprises ([Wahal, 1996](#); [Smith, 1996](#); [Chidambaran et Woitdke, 1999](#); [Del Guercio et Hawkins, 1999](#); [Elyasiani et Jia, 2010](#)).

Selon [Chen *et al.* \(2007\)](#), les actionnaires institutionnels détiennent des informations privées sur les firmes et font face à un arbitrage en termes de coût - bénéfice entre un trading dynamique associé à une vision de court terme et des actions de monitoring associées à une perspective de long terme. Ce bénéfice net du monitoring augmente avec l'importance de la part du capital détenue, la durée de détention et l'absence de relation d'affaires de l'institution avec la firme. Comme révèlent les transactions des actionnaires institutionnels, ceux indépendants et de long terme ne vendent/achètent pas activement lors des événements spécifiques des firmes tels que les acquisitions. Au contraire, ils font des ajustements de leurs portefeuilles et réalisent des rentabilités sur un horizon long. Des sorties de capital sont observées uniquement pour des opérations d'acquisition extrêmement médiocres. Par ailleurs, lorsqu'une mauvaise décision est prise, ces actionnaires

5. Selon Denis Branche – Directeur Général de PhiTrust, une société de gestion d'actifs spécialisée dans l'investissement engagé, l'absence des FP dans l'Hexagone est un handicap. "Les investisseurs institutionnels ne sont pas réellement indépendants. Les plus importants sont des sociétés de gestion liées à des banques et des compagnies d'assurances qui veulent rarement s'opposer au management des grandes entreprises". (AGEFI, 17/09/2015). A titre d'exemple, le Norway Government Pension Fund (NGPF), le fonds souverain norvégien, en est une illustration parfaite. Son portefeuille d'actions françaises représente 25 milliards d'euros, près de 5% de ses actifs sous gestion. Entre autres prises de position tranchées, le NGPF s'est opposé à la réélection de Martin Bouygues au conseil d'administration du groupe ou aux rémunérations de dirigeants tels qu'Alexandre Ricard (Pernod Ricard), Bernard Arnault (LVMH) ou encore Franck Riboud (Danone).

s'impliquent pour renverser la situation. Au cours du temps, ils ne vendent leurs parts que lorsqu'ils anticipent une baisse de valeur suffisamment importante et/ou ils s'aperçoivent de leur faible capacité à influencer la direction. De façon complémentaire, [Elyasiani et Jia \(2010\)](#) démontrent un rôle positif des actionnaires stables dans la création de la valeur actionnariale avec une proportion de contribution plus importante des FP publics et les *mutual funds* en raison de leur indépendance à l'égard du management des entreprises.

L'objet de cette étude est d'examiner l'importance de l'actionnariat FP en France, leurs comportements d'investissement à travers le temps et les secteurs de l'économie, avant de mesurer le lien entre cet actionnariat et la performance des entreprises cotées françaises. A titre de comparaison, nous étudions le cas suédois où depuis les réformes du système de retraite suédois dans les années 2000, nombreux FP publics et privés sont créés et occupent une place importante dans l'actionnariat des entreprises suédoises.

2 L'actionnariat FP et la valeur actionnariale des firmes : une revue de la littérature

2.1 Le monitoring et l'activisme actionnarial des FP

En raison de l'asymétrie informationnelle et de l'aléa moral des parties prenantes au sein de la firme, la présence d'un actionnaire avisé détenant des parts suffisamment importantes dans la firme est souhaitable pour assurer le monitoring des dirigeants et les discipliner ([Jensen et Meckling, 1976](#); [Demsetz et Lehn, 1985](#); [Shleifer et Vishny, 1986](#)). De ce point de vue, des actionnaires institutionnels en général et des FP en particulier, de par leur taille et leur sophistication, constituent un levier de contrôle pertinent et efficace au sein de la firme. Alors que certaines études documentent chez des actionnaires institutionnels des comportements passifs, opportunistes basés sur des critères financiers de court terme ([Porter, 1992](#); [Samuel, 2000](#)), une vaste littérature reconnaît un véritable rôle positif de l'actionnariat institutionnel en général et l'actionnariat FP en particulier dans la maximisation de la richesse actionnariale des firmes. Les FP classés dans la catégorie d'actionnaires institutionnels ayant un horizon d'investissement de long terme s'impliquent davantage dans les prises de décisions des firmes que ceux ayant un horizon plus court ([Gaspar *et al.*, 2005](#); [Elyasiani et Jia, 2010](#)).

L'activisme des FP peut se manifester sous diverses formes : exercice stratégique du droit de vote, lobbying avec des interventions directes et discrètes "behind the scenes",

public targeting médiatique, actions en justice contre des entreprises⁶. Le choix du mode d'intervention dépend souvent du mode de gestion du fonds, selon que le fonds est indiciel ou géré en interne ou est délégué (Del Guercio et Hawkins, 1999). Si les fonds gérés en interne ont tendance à adopter des discussions en privé (SWIB et CREF)⁷, ceux en gestion déléguée tels que CalPERS, CalSTRS, NYC optent souvent pour le *public targeting*. Alors que les fonds indiciels ciblent l'ensemble d'un secteur ou d'un marché par le lobbying ou par le recours systématique aux chartes (CalPERS, CalSTRS, NYC), les fonds poursuivant une stratégie d'investissement active concentrent leurs actions sur quelques entreprises (SWIB et CREF). Pendant que les FP indiciels pratiquent le "buy-and-hold", d'autres FP acquièrent les actions avant de s'engager dans l'activisme et les revendent en cas d'échec. Même si nombreux FP sont organisés sous forme de *mutual funds* et poursuivent une gestion indicielle, ces fonds jouent le rôle d'actionnaires actifs. En effet, ils sont attentifs et très regardants sur des pratiques relatives à l'indépendance renforcée des directeurs, à la suppression des "poison pills" (pilules empoisonnées) et des restrictions du droit des actionnaires de convoquer des assemblées générales extraordinaires et à l'opposition contre le structure de deux classes d'actions différentes ("*dual class*" ou *share structure*) (Appel et al., 2016). Souvent ce contrôle est efficace et génère des résultats souhaitables, il réduit la nécessité d'intervenir des autres actionnaires non-passifs. Cependant, ils ne trouvent pas le lien entre l'actionnariat de ces fonds avec les politiques portant sur l'investissement en R&D, la rémunération de l'exécutif, la structure financière, les acquisitions et des liquidités sauf un effet positif sur le montant du dividende versé. Ces observations sont cohérentes au regard des contraintes financières de ces fonds pour surveiller et influencer de telles décisions des firmes.

Pour autant, en raison de non-disponibilité des données, l'efficacité de l'activisme actionnarial des FP est principalement étudiée par le biais du *public targeting*, encore appelé "activisme public"⁸. La connexion des FP publics avec le monde politique fait que ces fonds ont souvent recours à cette forme d'activisme médiatique afin de servir les intérêts politiques des membres du Board. Selon Murphy et Van Nuys (1994), ils ont tendance à cibler des firmes qualifiées de "high profile" afin de générer des contreparties non monétaires suffisamment grandes, sous forme de publicité, pour leurs administrateurs qui poursuivent une carrière politique. Karpoff et al. (1996) et Chidambaran et Woidtke (1999) démontrent que les firmes américaines qui ont fait l'objet des résolutions actionnariales des FP sont de taille significativement plus grande que les firmes de contrôle triées

6. Selon l'étude de McCahery et al. (2016), une large majorité de gérants privilégient les négociations discrètes et directes avec les entreprises dans lesquelles ils sont actionnaires.

7. Ces fonds ont intérêt à employer cette méthode afin de profiter de leur information privée (Charlety, 2001).

8. Selon McCahery et al. (2016), le degré de l'activisme et l'engagement des FP est très probablement sous-estimé du fait que nombreux entre eux privilégient souvent des dialogues privés.

sur la base de leur industrie et de leur taille. De plus, [Chidambaran et Woitdtké \(1999\)](#) observent que le focus principal des résolutions actionnariales soumissionnées par les fonds publics entre 1989 et 1995 est similaire à celui des résolutions proposées par les syndicats. Les FP publics soumissionnent plus de résolutions de RSE que les autres actionnaires institutionnels, les FP privés compris. Parmi les 334 résolutions actionnariales soumissionnées par les fonds publics sur la période de 1989 – 1991, environ 60% portent sur des questions sociales. A partir des résolutions actionnariales des FP entre 1993 et 2013, [Wang et Mao \(2015\)](#) rapportent une association positive et significative entre le nombre des politiques dans le Board du FP et la fréquence avec laquelle les firmes dans le portefeuille du fonds sont ciblées. Par ailleurs, la fréquence des résolutions en rapport avec la responsabilité sociale d'entreprise (RSE) accroît de façon considérable lorsque le nombre des membres du Board qui font campagne pour l'élection du *public office* augmente. En revanche, une connexion politique entre une firme et un FP réduit la probabilité que la firme soit ciblée par des résolutions de RSE.

[Carleton et al. \(1998\)](#) documentent que 70% des firmes dans leur échantillon ont adopté des changements exigés par le FP CREF (*College Retirement Equities Fund*) suite à des négociations privées, sans jamais avoir passé par le vote des actionnaires. [Woitdtké \(2002\)](#) confirme la pratique courante des FP d'entretenir des communications téléphoniques privées avec les dirigeants des firmes dans leur portefeuille. Leurs interventions donnent lieu à un meilleur reporting, un meilleur suivi des analystes, une liquidité accrue et donc une asymétrie informationnelle réduite.

[Nesbitt \(1994\)](#) et [Smith \(1996\)](#) obtiennent des résultats peu concluants d'une amélioration de la performance de long terme du cours boursier des firmes ciblées par CalPERS sur la période qui suit le targeting. [Wahal \(1996\)](#) examine les firmes qui ont fait l'objet du *public targeting* par 9 FP activistes sur la période de 1987 – 1993. Il rapporte que les FP ciblent des firmes à faible performance relative au marché, dans des industries qui sous-performent le marché. Les annonces des résolutions ne sont pas associées à des rentabilités anormales positives et significatives, ce qui implique un très faible niveau d'enthousiasme du marché à l'égard de l'efficacité de ces résolutions. Un examen de la performance comptable et boursière des firmes ciblées, comparée à celle de l'industrie, un an après la soumission des résolutions montre l'absence d'amélioration notable, sauf pour des firmes ciblées par CalPERS. Cependant, ces fonds activistes continuent à détenir les actions des firmes ciblées, malgré la faible performance de celle-ci après les résolutions alors que les autres investisseurs institutionnels s'en désintéressent. Ce comportement des FP pourrait être expliqué par le fait qu'ils détiennent souvent des portefeuilles indexés de manière passive. De plus, comme ils détiennent des positions importantes dans ces entreprises, un dénouement de leurs positions pourrait exercer une forte pression sur le

prix de ces titres en bourse (Chan et Lakonishok, 1993).

Comme pour d'autres types d'actionnaires institutionnels, les formes de contrôle et la nature des interventions menées par des FP auprès de la direction des entreprises évoluent au fil du temps et ont contribué à faire changer les pratiques de gouvernance d'entreprise à travers le monde (Aggarwal *et al.*, 2011; Denes *et al.*, 2016; Gillan et Starks, 2007; Buchanan *et al.*, 2012)⁹.

2.2 L'actionnariat FP et la valeur actionnariale des entreprises

Si la littérature sur le lien entre l'actionnariat institutionnel, l'actionnariat de long terme et la performance des entreprises est relativement riche, il existe peu d'études qui s'intéressent à ce lien dans le cas spécifique de l'actionnariat FP.

Faccio et Lasfer (2000) examinent la performance comptable et financière de 289 entreprises non-financières britanniques cotées comptant dans l'actionnariat des *occupational* FP qui détiennent plus de 3% du capital sur la période 1992 – 1996. Ils trouvent que par rapport à des entreprises du même secteur, elles sont souvent de petite taille, moins endettées, affichent un ratio Q-Tobin¹⁰ plus faible mais toutes aussi rentables que leurs concurrentes. De plus, ces entreprises ne versent pas plus de dividendes que leurs concurrents. En revanche, l'impact des FP sur la gouvernance d'entreprise est neutre parce que ces entreprises disposent toutes des structures de Conseil d'Administration similaires, que ce soit en termes de pourcentage des directeurs non-exécutifs ou de rôles du PDG et du Président du Directoire. Malgré la faible performance des entreprises mesurée par le Q-Tobin, la part détenue par les FP reste stable pendant la période d'étude. Ces résultats suggèrent donc que ces FP ne sont pas des actionnaires courttermistes. Selon les auteurs, une explication possible est que les FP pourraient choisir d'investir dans ces entreprises probablement sous-évaluées dans une perspective de réaliser un gain lié à l'ajustement du prix sur le moyen et long termes¹¹. De cette façon, l'étude de Faccio et Lasfer (2000) met en exergue des caractéristiques financières et de gouvernance des entreprises ayant comme actionnaires des FP. Cependant, elle ne permet pas d'établir le lien de causalité

9. Des différences dans les résultats obtenus sont imputées à la différence en termes de période d'étude, de type de données, de méthodologie et d'horizon de mesure (long terme *versus* court terme) (Denes *et al.*, 2016).

10. Le ratio Q-Tobin pour une entreprise se calcule comme la valeur de marché de ses actifs rapportée à la valeur de remplacement des actifs (souvent assimilée à la valeur nette comptable). De manière générale, le ratio Q-Tobin est assimilé au ratio *market-to-book*.

11. Del Guercio (1996) apporte des preuves que dans le contexte américain, les institutions financières soumises à la réglementation de la "Prudent-Man Law" ont tendance à orienter leur portefeuille davantage vers des actions à forte capitalisation et à faible ratio *market-to-book*.

entre l'actionnariat FP et la performance des firmes dans lesquelles ces fonds investissent. Ce lien fait l'objet d'une analyse plus approfondie dans [Woitdke \(2002\)](#) et [Woitdke \(2015\)](#).

[Woitdke \(2002\)](#) analyse l'impact du pourcentage détenu par des FP sur la valeur des firmes mesurée par le ratio Q-Tobin en dissociant des fonds publics des fonds privés. L'étude est réalisée sur 359 firmes américaines du Fortune 500 ayant des FP comme actionnaires sur la période de 1989 – 1993. Pour corriger l'effet industrie, un ratio Q-Tobin ajusté est calculé comme l'écart entre le ratio Q-Tobin de la firme et celui de l'industrie dans laquelle s'opère la firme. Par ailleurs, [Woitdke \(2002\)](#) argumente qu'un lien positif ou négatif constaté entre la part détenue par des FP et les différents ratios comptables et financiers pourrait provenir d'un choix *ex ante* des FP et n'est pas forcément le résultat de l'actionnariat FP. Ce problème d'endogénéité est traité via une régression économétrique d'un système d'équations simultanées. Le résultat ainsi obtenu indique un impact positif (négatif) de la part détenue par des FP privés (publics) sur la valeur des firmes.

Dans une étude plus récente, [Woitdke \(2015\)](#) examine les firmes américaines cotées composant le Fortune 250 et le S&P 500 sur la période de 2001 – 2013. A la différence de [Woitdke \(2002\)](#), [Woitdke \(2015\)](#) raisonne que si les FP, par le biais de leur activisme et leur engagement actionnarial, influencent la gouvernance d'entreprise, cet impact ne peut être visible sur la valeur de la firme que de façon différée. L'horizon d'impact retenu est de 3 mois. Les résultats ainsi obtenus corroborent celui rapporté par [Woitdke \(2002\)](#) : la part détenue des FP privés (publics) est associée positivement (négativement) à la valeur des firmes comparativement à celles du même secteur. Cet impact reste relativement stable au cours des deux sous-périodes analysées, à savoir 2001 – 2007 et 2008 – 2013. Selon l'auteur, cet impact traduit tout simplement l'effet de l'activisme actionnarial des FP sur les firmes. A partir de là, l'auteur effectue un examen approfondi d'un lien possible entre la valeur des firmes ciblées et le focus des résolutions actionnariales sponsorisées par les quelques FP publics les plus activistes tels que CalPERS, FSBA, CalSTRS, NYSCR, Ohio. Sur la période d'étude, si CalPERS, FSBA et Ohio semblent plus préoccupés par des problèmes liés à la gouvernance, CalSTRS et NYSCR focalisent plutôt sur des questions sociales. Les résultats montrent que le focus des résolutions n'est pas neutre à l'égard du Q-Tobin ajusté des firmes. Le focus sur la gouvernance conduit à un impact tantôt positif, tantôt négatif alors que le focus social exerce systématiquement un effet négatif sur le Q-Tobin ajusté.

Les résultats de [Woitdke \(2002\)](#) et [Woitdke \(2015\)](#) confirment donc l'intuition selon laquelle les intérêts que défendent les FP publics ne sont pas toujours alignés à ceux des autres actionnaires de la firme, c'est-à-dire la maximisation de la valeur actionnariale. En revanche, les FP privés, en absence de connexion politique, avec des gérants rémunérés en

fonction de la performance de leur portefeuille, sont plus regardants sur les problèmes liés à la gouvernance d'entreprise et plus préoccupés par la maximisation de la rentabilité de la firme. C'est la raison pour laquelle l'actionnariat FP privé (public) exerce un effet positif (négatif) sur les firmes. Ce résultat explique donc en partie celui obtenu par [Romano \(1993\)](#) selon lequel plus la proportion des anciens membres du bureau fédéral est élevée, moindre est la rentabilité du FP.

En ce qui concerne la France, plusieurs études s'intéressent au lien entre la structure actionnariale et la performance des firmes. Le contexte français présente plusieurs spécificités : une forte concentration du capital par les trois premiers actionnaires, un pouvoir de contrôle très important de la famille fondatrice (même au sein des grands groupes cotés), une présence non négligeable de l'actionnariat industriel et une faible protection des actionnaires minoritaires. A partir d'un échantillon de 121 firmes présentes dans l'indice SBF 120 sur la période 2006 – 2008, [Sahut et Othmani Gharbi \(2010\)](#) observent que l'impact de l'actionnariat institutionnel sur la performance des firmes dépend de la taille de sa détention dans le capital social. L'impact est négatif pour de faibles taux de détention et positif pour des détentions institutionnelles importantes. [Mard *et al.* \(2014\)](#) étudient 238 sociétés françaises cotées issues de l'indice SBF 250 sur la période 2004 – 2008 et confirment la diversité des types d'actionnaires (familles, industriels, financiers) ayant des objectifs et des horizons de placement différents. Ils mettent également en évidence un effet de seuil dans la relation entre structure actionnariale et performance des firmes. La concentration du premier actionnaire jusqu'à un certain niveau a un effet positif sur la performance, notamment lorsque cet actionnaire est familial. Le lien entre institutions financières et performance des firmes est d'abord négatif pour de faibles niveaux de détention et devient positif à partir d'un certain niveau de détention. Ces résultats sont cohérents avec ceux obtenus par d'autres études réalisées dans de nombreux pays. Ils confirment la théorie de l'actionnaire de contrôle de [Demsetz et Lehn \(1985\)](#) et [Shleifer et Vishny \(1986\)](#). Selon cette théorie, seuls des institutionnels ayant un intérêt suffisamment important dans l'entreprise sont impliqués et efficaces dans le monitoring des firmes et sont donc à l'origine de la sur-performance de celles-ci.

De façon complémentaire, [Garel et Rérolle \(2017\)](#) étudient le lien entre la présence des actionnaires fondamentaux et la valorisation par le marché de 346 entreprises françaises cotées sur la période 2007–2014. Les auteurs définissent un investisseur comme étant actionnaire fondamental si celui-ci détient ses parts pendant au moins deux ans et figure parmi les actionnaires dans le 1er quartile en termes de volume d'actions détenue et poursuit une allocation active de portefeuille. Selon cette définition, parmi les 13.233 investisseurs uniques de l'échantillon, ils identifient environ 1.088 actionnaires fondamentaux dont 473 sont des fonds d'investissement incluant les FP, 21 banques d'investissement, 23

individus et 16 *family officers*. Comparés aux investisseurs non-fondamentaux, les actionnaires fondamentaux maintiennent leurs positions en moyenne trois fois plus longtemps et avec un volume de détention 1,5 fois plus important. Les résultats obtenus suggèrent un rôle positif des actionnaires fondamentaux dans l'atténuation des sous- ou sur-réactions du marché en raison de la psychologie collective des investisseurs en bourse, notamment en période de crise des sub-prime et à l'annonce des résultats moins bons que prévus par les analystes financiers. De cette façon, la présence de ces investisseurs constitue un noyau dur actionnarial protégeant les dirigeants des sentiments exagérés du marché, leur permettant de focaliser sur la gestion des enjeux de long terme de leur entreprise. Malgré les résultats originaux, l'étude ne fournit pas de précisions sur les comportements des FP. Par ailleurs, elle ne se limite qu'à des très gros actionnaires. Ainsi, les auteurs ne font pas la distinction entre la présence de long terme provenant de leurs positions trop importantes donc difficilement dénouables et celle provenant de la caractéristique intrinsèque de l'investisseur. De plus, il est bien établi que les grands institutionnels, de par leur poids économique important dans le paysage financier international, pourrait se faire entendre auprès du management d'une entreprise même avec un faible pourcentage de détention d'actions de celle-ci.

En résumé, les études pré-citées ne permettent pas toujours d'identifier clairement les mécanismes d'influence de l'actionnariat FP sur la performance des firmes. Soient elles supposent que l'influence observée traduit simplement l'efficacité du monitoring des dirigeants. De plus, cet impact est mesuré sous l'hypothèse implicite selon laquelle la présence des FP ou des actionnaires institutionnels conduit à un changement instantané dans la performance économique et financière dans les firmes ; seule l'étude de [Woidtke \(2015\)](#) considère le taux de détention du trimestre précédent, ce qui revient à supposer une courte fenêtre temporelle d'influence de 3 mois. Soient elles relient la sur-performance de l'entreprise à la patience de l'actionnariat institutionnel favorable à la mise en place des stratégies innovantes et durables sur le long terme.

Dans les sections qui suivent, nous allons étudier la place de l'actionnariat FP en France et en Suède ainsi que leur influence sur la performance des entreprises cotées dans les deux pays.

3 L'étude empirique sur l'actionnariat FP en France et en Suède

3.1 Les données

L'échantillon comporte des entreprises françaises cotées sur la Bourse de Paris et des entreprises suédoises cotées à la Bourse de Stockholm recensées dans la base de données Factset sur la période de 2006-2016, soit 707 entreprises françaises¹² et 418 entreprises suédoises au total¹³. Cette période est la durée d'étude maximale disponible sur Factset car les données actionnariales avant 2006 n'y sont pas recensées. L'avantage de la base Factset est qu'elle fournit des informations très détaillées sur l'identité des actionnaires et leurs parts détenues. Ainsi, elle nous permet de distinguer l'actionnariat FP des autres types d'actionnariats institutionnels (tels que les SICAV, les hedge funds, les banques, les compagnies,...) qui sont souvent confondus dans d'autres bases de données.

En plus de la composition actionnariale pour chaque entreprise, nous disposons également du secteur dans lequel elle opère ainsi que de diverses informations comptables et financières au 31/12/N telles que la rentabilité économique (*Return on Assets*, ROA), la rentabilité financière (*Return on Equity*, ROE), la capitalisation boursière, le bénéfice net, la valeur comptable de tous les actifs, l'endettement, les dividendes, les dépenses en recherche et développement, etc.

3.2 L'évolution de la structure actionnariale

3.2.1 Structure actionnariale par nationalité de l'actionnaire

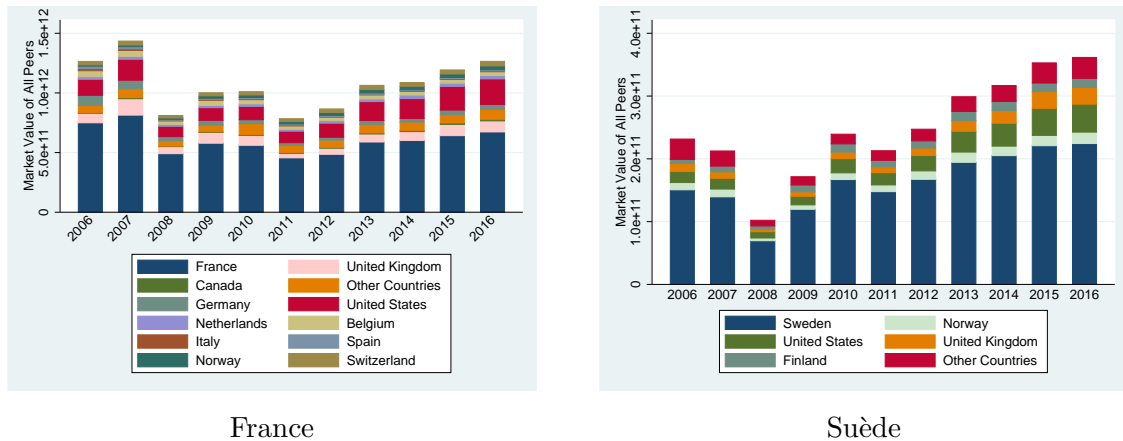
Pour l'échantillon ainsi défini, nous disposons des informations sur la nationalité des actionnaires ainsi que leur type. La part des actionnaires étrangers dans la capitalisation boursière des actions cotées françaises et suédoises reste stable au tour de 40% environ sur la période d'étude (voir Fig. 1). Cette forte présence reflète l'internationalisation de plus en plus importante des portefeuilles des investisseurs institutionnels mondiaux.

12. Selon des statistiques de la Banque de France, la valeur des sociétés cotées ne représente fin 2015 que 29% de la valeur de toutes les actions françaises, contre 53% pour les actions françaises non cotées.

13. L'échantillon initial comporte 752 entreprises cotées à Bourse de Paris. Nous excluons 33 entreprises qui n'ont pas de données, 11 entreprises qui ne sont pas de nationalité française (4 néerlandaises et 7 belges) et AREVA dont certaines données actionnariales sont erronées. Pour AREVA, à titre d'exemple, la part détenue par les fonds souverains (Gouvernement de Koweït) en 2010 est de 128,7%. Pour la Suède, à partir de 571 entreprises cotées dans l'échantillon initial, nous avons exclu 146 entreprises sans données actionnariales ou avec données erronées, 7 entreprises étrangères (3 américaines, 1 finlandaise, 2 norvégiennes et 1 polonaise), ce qui nous laisse 418 entreprises au final.

Sans surprise, les premiers actionnaires étrangers dans les deux pays sont américains et britanniques. Viennent ensuite les actionnaires des pays voisins, ce qui traduit en quelque sorte le phénomène de biais régional connu dans les comportements des investisseurs en matière de diversification de portefeuille.

FIGURE 1 – Répartition des actionnaires selon leur nationalité.



3.2.2 Structure actionnariale par type d'actionnaires

Pour des raisons de clarté, les 42 types d'actionnaires recensés sont reclassifiés en 13 groupes selon les critères détaillés dans les tableaux I et . Comme certains types d'actionnaires sont identifiés dans un pays mais pas dans l'autre, la reclassification n'est pas identique mais elle reste sensiblement très proche.

TABLE I – La reclassification des 42 types d'actionnaires en 13 groupes : échantillon français.

Pension Funds	Pension Fund	Asset Management / Investment Funds	Mutual Fund Manager
Industrial Partners / Subsidiary	Pension Fund Manager Subsidiary Operating Division Financing Subsidiary/SPE Joint Venture Public Company		Closed-End Fund
Family Office / Individual	Family Office Individual		Exchange Traded Fund
Bank	Bank Portfolio		Mutual Fd-Open End
Sovereign Wealth Manager	Sovereign Wealth Manager		Offshore Fund
Foundation/Endowment	College/University Foundation/Endowment Non-Profit Organization		Open-End Fund
Government	Government		Investment Management Co.
Insurance Companies	Insurance - Diversified Insurance - Life/Health Insurance - P & C Pension & Life Product Reinsurance Insurance Company		Trust/Trustee
			Unit Investment Trust
			Variable Annuity Fund
			Arbitrage
			Investment Adviser
			Fund of Funds Manager
		Private Banking/Wealth Mgmt	
		Non-Public Fund	
		Broker	
		Emp Stk Ownership Plan	Emp Stk Ownership Plan
		Private Company / Holding	Private Company
		Hedge Funds	Hedge Fund
			Hedge Fund Manager
		Extinct	Extinct

TABLE II – La reclassification des 42 types d'actionnaires en 13 groupes : échantillon suédois.

Pension Funds	Pension Fund Pension Fund Manager	Hedge Funds	Hedge Fund Hedge Fund Manager Fund of Hedge Fund Manager
Insurance Companies	Insurance-Diversified Insurance-Life/Health Insurance-P&C Pension & Life Product Insurance Company		Asset Management /Invest. Funds
Industrial Partners/Subsidiary	Subsidiary Operating Division Public Company		
Family Office/Individual	Family Office Individual		
Foundation/Endowment	Foundation/Endowment Foundation/Endowment Mng Non-Profit Organization		
Private Company/Holding	Private Company Holding Company Private Equity Fund		
Bank	Bank Investment Division		
Sovreign Wealth Manager	Sovreign Wealth Manager	Government	Government
Extinct	Extinct	Emp Stk Ownership Plan	Emp Stk Ownership Plan

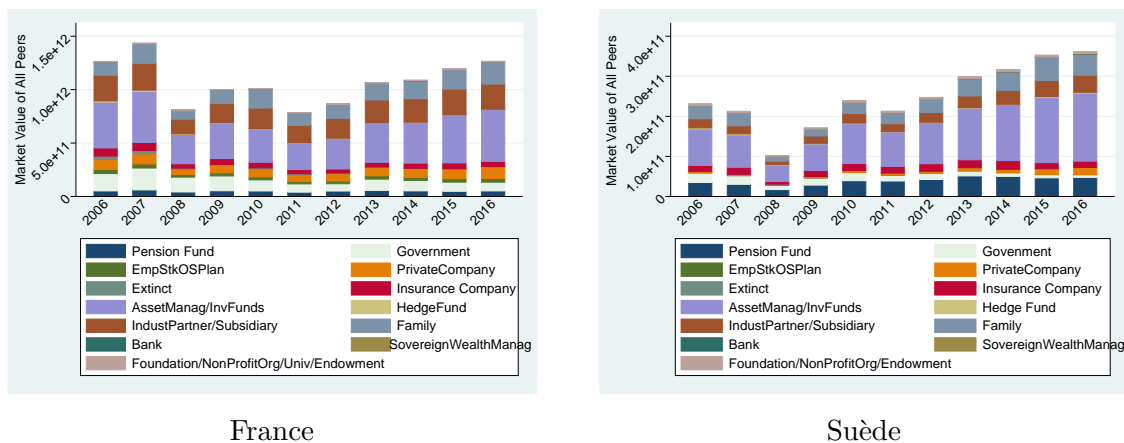
La figure 2 détaille la répartition de la détention d'actions cotées françaises et suédoises selon le type d'actionnaire. Nous y trouvons plusieurs similitudes entre les deux pays. Sans surprise, les fonds d'investissement (les hedge funds étant exclus) occupent la première place avec une part de détention non seulement très importante mais encore en forte croissance sur les dernières années, notamment en Suède (voir Tab. III). En onze ans, leur part progresse de 33,9% à 38% de la capitalisation boursière française et de 39,4% à 46,9% de la capitalisation boursière suédoise. Les partenaires industriels et des filiales dans l'actionnariat des entreprises françaises occupent la deuxième place en France avec 18,7% de détention relativement stable sur toute la période d'étude. Dans le même temps, cette catégorie d'actionnaires classée à la 4ème place en Suède, croît en Suède, passant de 9,7% en 2006 à 11,7% en 2016. L'actionnariat familial, placé à la troisième position en France et deuxième en Suède, a tendance à se renforcer en France au fil du temps. Cet actionnariat représente 16,6% en 2016 contre 10% en 2006 alors qu'en Suède il se maintient aux alentours de 14% sur cette même période.

Les FP occupent une place beaucoup plus importante dans l'actionnariat des entreprises cotées en Suède qu'en France, comparativement à d'autres types d'actionnaires. C'est la troisième catégorie d'actionnaires les plus grande en Suède (derrière les familles) avec une détention stable au tour de 15% alors qu'il est à peine visible dans l'actionnariat des entreprises françaises avec seulement 5% détenu.

Nous notons également une présence diminuée de façon considérable de l'État action-

naire dans ses entreprises cotées respectives. Néanmoins, cet actionnariat est beaucoup plus visible en France qu'en Suède.

FIGURE 2 – La part des actionnaires selon leur type.



France

Suède

TABLE III – Les trois catégories d'actionnaires dominantes.

France	Fonds d'investissement		Filiales / Partenaires industriels		Famille / Individus	
	Valeur (Mds EUR)	%	Valeur (Mds EUR)	%	Valeur (Mds EUR)	%
2006	430	33,9%	240	19,0%	130	10,0%
2007	477	33,2%	250	17,4%	187	13,0%
2008	280	34,3%	140	17,0%	86	10,6%
2009	340	33,5%	180	17,8%	130	13,0%
2010	310	31,1%	190	19,0%	180	17,7%
2011	250	31,8%	160	20,9%	110	14,6%
2012	290	33,1%	190	21,4%	130	15,2%
2013	370	34,4%	220	20,2%	160	14,7%
2014	380	35,0%	220	20,2%	170	15,4%
2015	450	37,4%	240	20,3%	180	15,5%
2016	480	38,3%	240	18,7%	210	16,6%
Suède						
2006	91	39,4%	22	9,7%	33	14,2%
2007	81	38,0%	20	9,5%	32	15,1%
2008	41	40,5%	8	8,2%	12	11,8%
2009	66	38,7%	18	10,8%	17	9,9%
2010	99	41,6%	24	9,9%	28	11,8%
2011	86	40,5%	19	9,2%	28	13,2%
2012	103	41,7%	24	9,8%	33	13,5%
2013	129	43,2%	29	9,8%	42	14,2%
2014	140	44,2%	34	10,8%	46	14,7%
2015	163	46,1%	40	11,4%	58	16,4%
2016	170	46,9%	42	11,7%	53	14,7%

3.3 L'actionnariat FP

Nous regroupons sous l'appellation FP tous les actionnaires répertoriés par Factset qui affichent comme type d'investisseur "pension fund" ou "pension fund manager". Ces fonds peuvent être des "insider", "institutional investor" ou "mutual fund". Sont groupées dans la catégorie "pension fund manager" des institutions qui gèrent un ou plusieurs FP. Si le "pension fund manager" gère plusieurs portefeuilles de type "pension fund", nous retenons les données individuelles de chaque portefeuille de FP et excluons celles du "pension fund manager". Si le "pension fund manager" gère seulement un portefeuille de type "pension fund", nous l'incorporons dans notre échantillon de FP. A titre d'exemple, la Caisse de Dépôts et Consignations de la France est référencée comme "pension fund manager", sous forme d'institution et gère un seul portefeuille enregistré en tant que "pension fund". Elle est donc incluse dans notre échantillon de FP. Comme l'état de Wisconsin des Etats-Unis (*State of Wisconsin Investment Board*), référencé comme "pension fund manager" possède deux portefeuilles "pension fund" – *State of Wisconsin Invst. Board-Core Retirement Invst. Trust Fd.* et *State of Wisconsin Invst. Board-Variable Retirement Invst. Trust Fd.*, nous prenons en compte uniquement les données de ces deux FP.

3.4 Le volume d'actions cotées détenu par l'actionnariat FP

Sur la période d'étude de 2006-2016, nous avons identifié 436 FP au total qui ont été, à un moment donné, actionnaires des entreprises françaises cotées (voir Tab. IV). Parmi eux, 345 sont des FP privés, 91 sont publics. En termes de nationalité, 12 fonds parmi eux sont français, 358 sont étrangers (voir Tab. V). Dans les détails, nous constatons que leur nombre varie considérablement dans le temps et a tendance à diminuer fortement depuis 2008. De 150 fonds en 2006, leur nombre augmente à 182 en 2008 avant de baisser au fur et à mesure pour n'en rester que 91 en 2016. Cette baisse serait liée à la fermeture / liquidation de nombreux FP privés, probablement provoquée par la crise des sub-prime¹⁴. Cette forte diminution en nombre des FP au fil du temps a donc pour conséquence d'affaiblir l'actionnariat FP, déjà assez faible en France, par rapport à d'autres types d'actionnariat (voir Fig. 2). Après un renforcement sur la période 2006-2012 pour atteindre le pic de 5,9% de la capitalisation française en 2012, leur part décroît ces dernières années pour arriver à 4,1%, leur ancien niveau en 2006.

14. Nous avons effectué des recherches sur Factset et sur internet sur le sort des fonds qui sont sortis de l'actionnariat des entreprises cotées françaises. Une trentaine de fonds sont répertoriés dans Factset comme étant "extint"; en parallèle, il nous est impossible de trouver des informations récentes sur ces fonds sur internet.

TABLE IV – La détention d’actions cotées des FP en France et en Suède

Année	France			Suède		
	Nbr fonds	Valeur (Mds EUR)	Part (%)	Nbr fonds	Valeur (Mds EUR)	Part (%)
2006	150	52	4,1%	84	35	15,1%
2007	174	62	4,3%	79	30	14,3%
2008	182	42	5,2%	66	17	16,9%
2009	160	53	5,3%	72	28	16,6%
2010	154	52	5,1%	71	39	16,4%
2011	141	41	5,2%	75	39	18,1%
2012	131	51	5,9%	64	42	17,2%
2013	134	57	5,4%	75	51	17,2%
2014	93	52	4,8%	65	50	15,8%
2015	82	48	4,1%	64	47	13,2%
2016	83	52	4,1%	61	48	13,2%
FP privés	298			154		
FP publics	72			60		
FP domestiques	12			37		
FP étrangers	358			177		
Total	370			214		

FIGURE 3 – Le poids de l’actionnariat FP domestique versus étranger

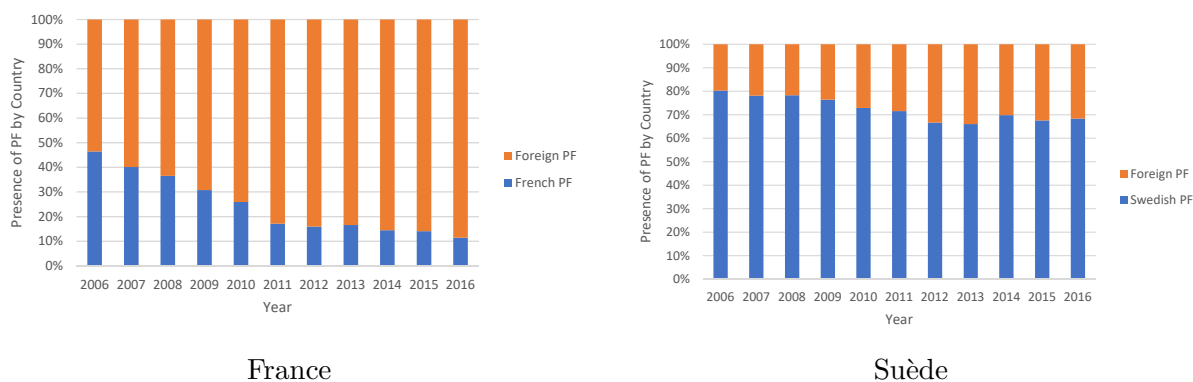


TABLE V – Les FP français dans l’actionnariat des entreprises françaises

Nom
Préfon - Caisse Nationale de Prévoyance de la Fonction Publique
REP GDT-Régime de Retraite des Gérants Distributeurs de Tabac
REPMA-REPAG - Régime de Retraites Association Médecins France
ANPE
Crédit Lyonnais Régime de Retraite Complémentaires
IPGM - Institution de Prévoyance du Groupe Mornay
Fonds de Réserve pour les Retraites
ONDEO (SUEZ Environnement)
Caisse des Dépôts & Consignations (Investment Management)
Vivendi Pension Fund
URRPIMMEC (Groupe Malakoff Méderic)
Caisse d’Epargne Nord France Europe

Contrairement à la France, la Suède connaît un actionnariat FP beaucoup plus dense à plusieurs égards. Le nombre des FP actionnaires en Suède est en baisse au cours des années, passant de 84 en 2006 à 61 en 2016. Ainsi, pour certaines années ils sont trois fois moins nombreux que celui en France. Pour autant, ils détiennent un volume d’actions cotées tout aussi important, traduisant ainsi un pourcentage détenu (par rapport à la capitalisation suédoise plus faible que celle française) beaucoup plus élevé que la part détenue par les FP en France. Malgré une tendance baissière depuis 2011, en moyenne, l’actionnariat FP en Suède représente environ 15% de la capitalisation suédoise contre 5% en moyenne en France.

Compte tenu du système de retraite dans les deux pays, il n’est pas surprenant de constater que les FP actionnaires les plus importants en France sont des FP étrangers alors qu’en Suède la plupart d’entre eux sont suédois. A titre d’exemple, prenons la photo en décembre 2016 représentée dans les tables VII et VIII. Parmi les 14 plus gros FP actionnaires en Suède, 8 sont suédois avec un encours total détenu de 32,19 milliards d’euros investis dans une centaine d’entreprises suédoises. Sur la liste française, on dénombre seulement deux représentants français totalisant 5,8 milliards d’euros d’actions. La Caisse de Dépôts et Consignations figure tout de même à la troisième place de la palmarès avec un volume d’actions cotées de 5,4 milliards d’euros mais elle n’est actionnaire que dans 17 entreprises. La Caisse Nationale de Prévoyance de la Fonction Publique (Préfon) occupe la dixième place avec une détention très modeste de seulement 440 millions d’euros répartis en 56 entreprises.

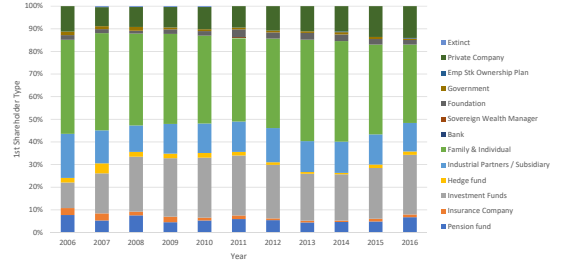
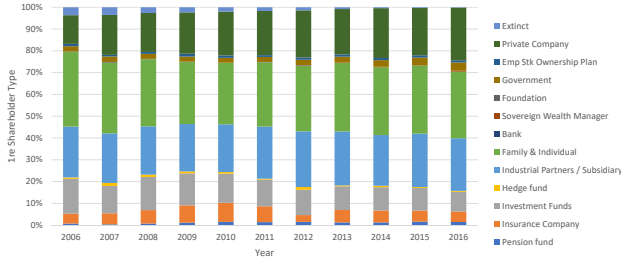
La faible présence de l’actionnariat FP en France s’observe également au niveau des

FIGURE 4 – La répartition des plus gros actionnaires

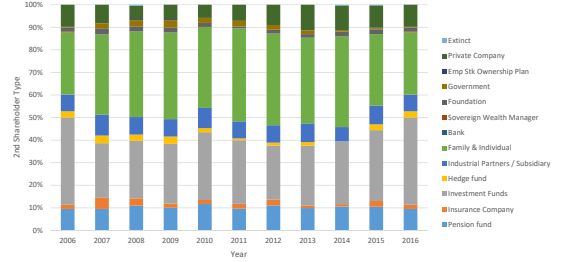
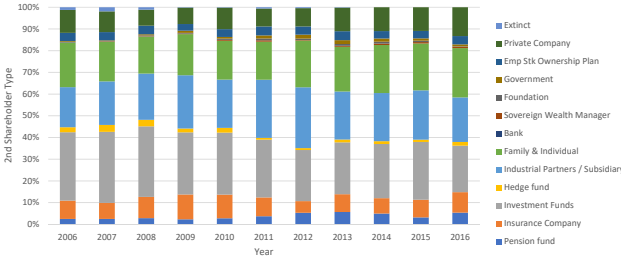
France

Suède

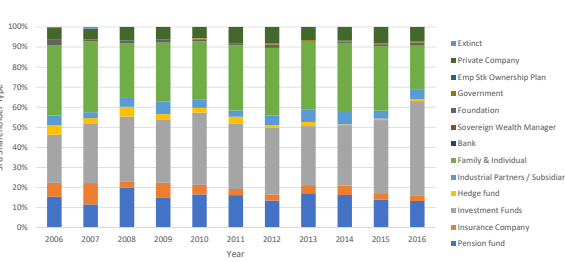
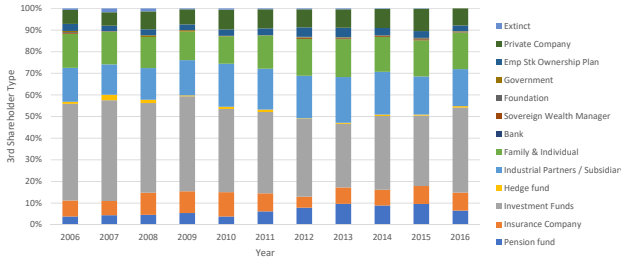
La répartition du 1er actionnaire



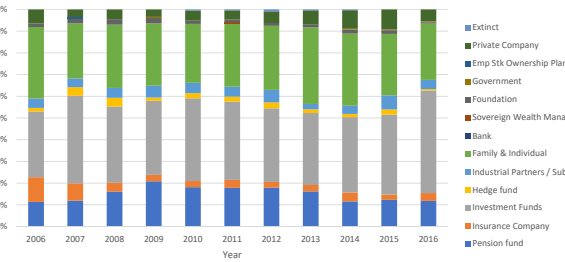
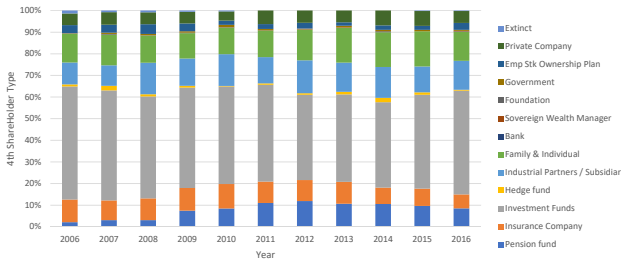
La répartition du 2ème actionnaire



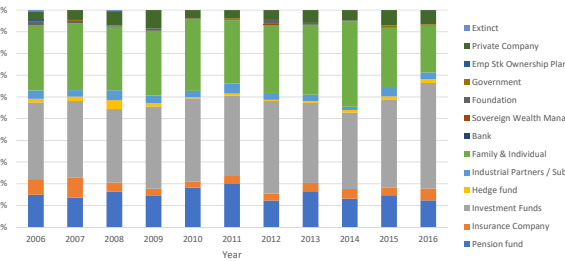
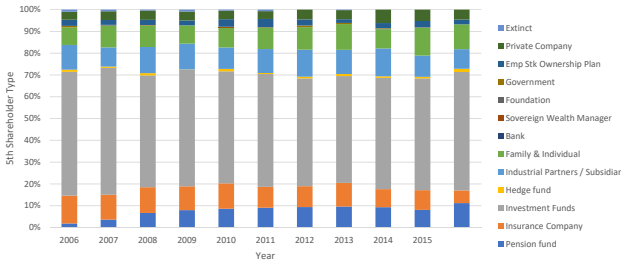
La répartition du 3ème actionnaire



La répartition du 4ème actionnaire



La répartition du 5ème actionnaire



France

Suède

entreprises individuelles. La table VI résume le pourcentage moyen de détention des actionnaires dans les entreprises avec des FP actionnaires publics / privés ainsi que celui des insiders et des autres institutions de l'échantillon des entreprises ayant l'actionnariat FP. Dans les entreprises françaises, si l'actionnariat FP privé détient en moyenne 0,49%, l'actionnariat FP public 1,61%, en Suède ce pourcentage s'établit à 1,65% et 3,70% en moyenne. Dans ces mêmes entreprises, la part des insiders est très élevée en France (43,33%) comparée à 29,84% en Suède. En revanche, la détention des autres investisseurs institutionnels (autres que des FP) est plus faible en France qu'en Suède, 19,93% versus 24,93%. Ces différences sont importantes et statistiquement significatives au seuil de 1%.

Nous notons par ailleurs que contrairement à la Suède, on dénombre très peu de FP parmi les trois premiers actionnaires des entreprises françaises. Leur place n'est clairement visible que dans le cercle des 4ème et 5ème plus gros actionnaires (voir Fig. 4).

TABLE VI – Pourcentage moyen de détention des actionnaires dans les entreprises avec des FP actionnaires

France			Variables		Suède		
Obs.	Écart-type	Moyenne			Moyenne	Écart-type	Obs.
2607	3,10	2,10	Détention FP	***	5,35	5,50	1984
	0,98	0,49	Détention FP privés	***	1,65	3,58	
	2,83	1,61	Détention FP publics	***	3,70	3,47	
	13,56	19,93	Détention autres inst.	***	24,93	16,56	
	26,17	43,33	Détention Insiders	***	29,84	22,37	

L'égalité de la moyenne de deux groupes est testée à l'aide du t-test.

*** : significatif à 1%. ** : significatif à 5%. * : significatif à 10%.

TABLE VII – Les FP actionnaires les plus importants en France en 2016

Nom du fonds	Nationalité	Valeur détenue (en Mds euros)	Nbr. Firmes investies	Public / Privé
Government Pension Fund - Global	Norvège	29	226	Public
Stichting Pensioenfonds ABP	Pays-Bas	7,4	90	Privé
Caisse de Dépôts & Consignations	France	5,4	17	Public
State of Wisconsin Investment Board	Etats-Unis	1,7	79	Public
Alecta Pension	Suède	0,96	4	Privé
Star Fund	Netherlands	0,7	40	Privé
Varma Sampo Pension Fund	Finlande	0,61	40	Privé
Pension Reserves Investment Trust Fund	Etats-Unis	0,58	150	Public
Ilmarinen Mutual Pension Insurance	Finlande	0,56	31	Privé
Prefon - Caisse Nationale de Prévoyance de la Fonction Pub.	France	0,44	56	Public
Forsta AP Fonden	Suède	0,42	12	Public
Tredje AP Fonden	Suède	0,39	95	Public
Fjarde AP Fonden	Suède	0,35	78	Public
Public Sector Pension Investment Board	Canada	0,31	1	Public

TABLE VIII – Les FP actionnaires les plus importants en Suède en 2016

Nom du fonds	Nationalité	Valeur détenue (en Mds euros)	Nbr. Firmes investies	Public / Privé
Alecta Pension	Suède	12,5	30	Privé
Government Pension Fund - Global	Norvège	10,1	143	Public
Fjarde AP Fonden	Suède	5,5	119	Public
Tredje AP Fonden	Suède	3,46	122	Public
Forsta AP Fonden	Suède	3,42	27	Public
Andra AP Fonden	Suède	3,27	128	Public
Oktogonen Stiftelsen	Suède	2,6	1	Privé
Varma Sampo Pension Fund	Finlande	1,08	50	Privé
Stichting Pensioenfond ABP (Global Equity Portfolio)	Pays-Bas	1,02	34	Privé
AMF Pensionsforsakring AB	Suède	0,59	3	Privé
Ilmarinen Mutual Pension Insurance	Finlande	0,59	38	Privé
Valtion Elakerahasto - The State Pension Fund	Finlande	0,58	31	Public
Svenska Handelsbankens Pensionsstiftelse	Suède	0,48	1	Privé
Pensionskassan SHB Forsakringsforening	Suède	0,37	6	Privé

3.4.1 L'actionnariat FP selon les secteurs

De manière générale, Facset classe des entreprises d'abord en 129 industries qui sont ensuite groupées dans 20 secteurs (voir Tab. XVI en annexes pour la classification détaillée). Les entreprises cotées françaises et suédoises dans notre échantillon appartiennent à seulement 18 secteurs¹⁵. La figure 5 décrit l'évolution temporelle du poids des secteurs dans les deux économies alors que la figure 5 représente la détention sectorielle de l'actionnariat FP sur la période d'étude.

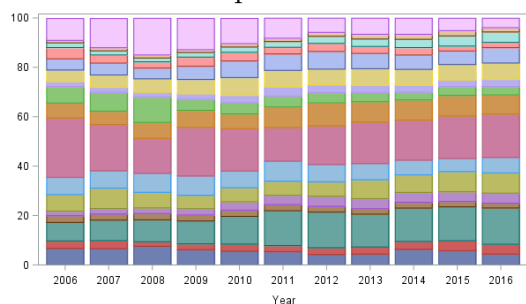
Si la structure sectorielle des deux économies présente plusieurs différences significatives, la détention sectorielle des FP en France et en Suède reste très proche. Dans l'ensemble, le portefeuille que détiennent les FP dans les deux pays est diversifié à travers tous les secteurs économiques ; le poids d'un secteur dans leur portefeuille ne correspond pas forcément à l'importance relative de ce secteur dans l'économie du pays. La répartition de l'investissement des FP entre les secteurs reste globalement assez stable au cours de cette période.

Dans les détails, nous observons que les secteurs communs qui attirent le plus l'actionnariat FP dans les deux pays sont "Producer Manufacturing" (en couleur vert foncé), "Finance" (en couleur marron) et "Consumer Durable" (en couleur orange). Par ailleurs, partout les FP diminuent la part du "Consumer Service" (en couleur jaune orangé) et accroissent leur présence dans les "Utilities" (en couleur vert clair) et "Technology Services" (en couleur gris). Dans le même temps, il existe des secteurs qui connaissent plus de succès auprès des FP dans un pays mais pas dans l'autre. A titre d'exemple, le secteur "Utilities" en France affiche un poids accru dans le portefeuille des FP au cours de cette période mais connaît un désinvestissement important auprès de FP en Suède.

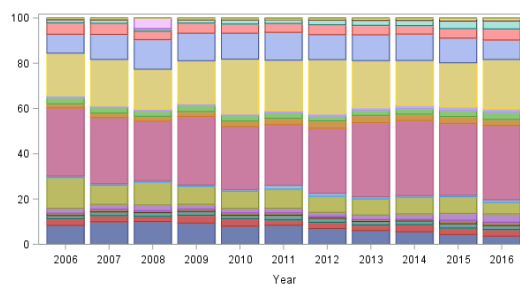
15. Les deux secteurs qui ne concernent pas notre échantillon sont "Non-Energy Minerals" et "Miscellaneous".

FIGURE 5 – L'évolution du poids des secteurs dans l'économie française et suédoise et la composition sectorielle de l'actionnariat FP.

La répartition sectorielle de l'économie française et suédoise

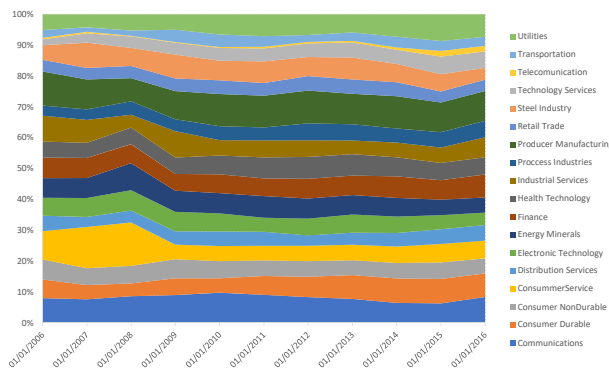


France

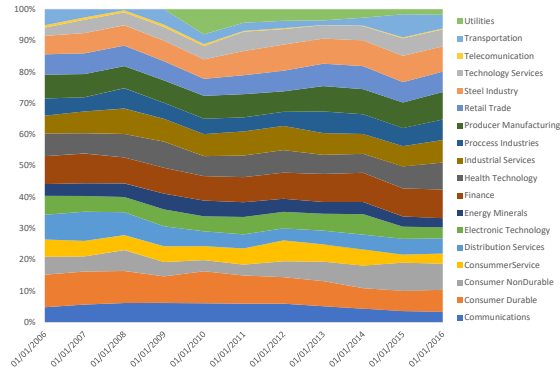


Suède

La détention d'actions cotées des FP selon les secteurs



France



Suède

3.4.2 La durée de présence de l'actionnariat FP

Pour étudier le comportement d'investissement des FP actionnaires en matière de durée de détention, nous avons observé la durée de leur présence dans l'actionnariat des entreprises cotées en distinguant les fonds qui sont présents de façon continue de ceux qui font des aller-retour (voir Fig. 6 et 7) .

Globalement, une large majorité des actionnaires FP (plus de 80%) ne font pas d'aller-retour, quelque soit leur statut (public ou privé, domestique ou étranger). Sans surprise, les fonds domestiques et les fonds publics affichent une plus faible proportion qui font des aller-retour (voir Panels A). Les panels B exposant la durée de présence (en nombre d'années) de ces fonds dans l'actionnariat des entreprises cotées indiquent qu'une part non négligeable des FP qui sont actionnaires sur un horizon de plusieurs années ; certains fonds sont même présents sur toute la période de 2006-2016, soit 11 ans ; à nouveau, les fonds domestiques et publics affichent, toutes choses égales par ailleurs, une durée de présence plus longue que ceux étrangers et privés. Nous notons également un pourcentage très important des FP qui ont une durée de présence de 1 à 3 ans seulement. Néanmoins, dans le détail, nombreux parmi eux ont quitté l'échantillon avant 2016 ou sont arrivés après 2006 (voir Panels C). Par ailleurs, les tables IX et X confirment que la présence des plus importants FP actionnaires en France et en Suède est majoritairement caractérisée par un investissement continu et de long terme.

En résumé, l'actionnariat FP affiche une durée de présence relativement longue dans les entreprises cotées. Ces observations corroborent les résultats obtenus dans la littérature académique selon lesquels le portefeuille des FP possède le plus faible turnover, comparativement aux autres catégories d'investisseurs institutionnels telles que les banques, les compagnies d'assurance et les fonds d'investissement.

FIGURE 6 – La durée de présence de l'actionnariat FP en France



(A) Les graphes détaillent la répartition des FP qui sont actionnaires de façon continue (pendant 11 ans ou non) sur la période d'étude *versus* ceux qui font des aller-retour. ; (B) Les histogrammes présentent le nombre d'années sur lesquelles les FP sont présents dans l'actionnariat des entreprises cotées. **1** : les FP font au moins un aller-retour durant leur présence ; **0** : les FP ne font pas d'aller-retour sur la période. ; (C) Les histogrammes présentent le nombre d'années sur lesquelles les FP sont présents dans l'actionnariat des entreprises cotées. **1** : les FP sont actionnaires en 2006 ou en 2016 ; **0** : les FP ne sont actionnaires ni en 2006, ni en 2016.

FIGURE 7 – La durée de présence de l'actionnariat FP en Suède



(A) Les graphes détaillent la répartition des FP qui sont actionnaires de façon continue (pendant 11 ans ou non) sur la période d'étude *versus* ceux qui font des aller-retour. ; (B) Les histogrammes détaillent le nombre d'années sur lesquelles les FP sont présents dans l'actionnariat des entreprises cotées. **1** : les FP font au moins un aller-retour durant leur présence actionnariale ; **0** : les FP ne font pas d'aller-retour durant leur présence. ; (C) Les histogrammes présentent le nombre d'années sur lesquelles les FP sont présents dans l'actionnariat des entreprises cotées. **1** : les FP sont actionnaires en 2006 ou en 2016 ; **0** : les FP ne sont actionnaires ni en 2006, ni en 2016.

TABLE IX – La présence des plus importants FP actionnaires en France répertoriés en 2016

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Government Pension Fund - Global (The)	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Stichting Pensioenfonds ABP (Global Equity Portfolio)	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Caisse Des Depots & Consignations (Investment Management)	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
State of Wisconsin Invt. Board-Core Retirement Invt. Trust Fd.											
Alecta Pension	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Star Fund	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Varma Sampo Pension Fund	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Pension Reserves Investment Management Board										*	*
Ilmarinen Mutual Pension Insurance	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Prefon - Caisse Nationale de Prevoyance de la Fonction Pub.	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Forsta AP Fonden	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Tredje AP Fonden	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Fjarde AP Fonden	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
The Public Sector Pension Investment Board		*		*	*	*	*			*	*

TABLE X – La présence des plus importants FP actionnaires en Suède répertoriés en 2016

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Alecta Pension	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Government Pension Fund - Global (The)	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Fjarde AP Fonden	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Tredje AP Fonden	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Forsta AP Fonden	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Andra AP Fonden	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Oktogonen Stiftelsen	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Varma Sampo Pension Fund	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Stichting Pensioenfonds ABP (Global Equity Portfolio)	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
AMF Pensionsforsakring AB						*	*	*	*	*	*
Ilmarinen Mutual Pension Insurance	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Valtion Elakerahasto - The State Pension Fund	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Svenska Handelsbankens Pensionsstiftelse	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Pensionskassan SHB Forsakringsforening	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*

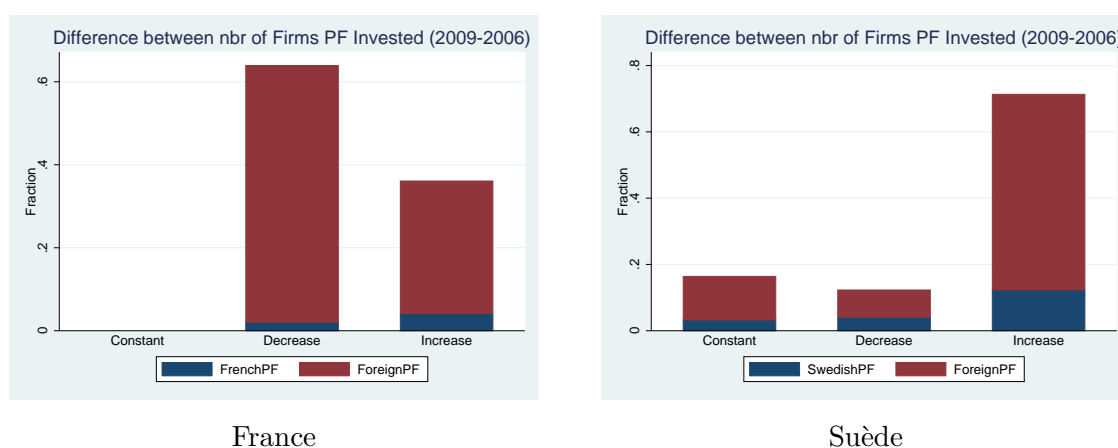
3.4.3 L'actionnariat FP et la crise des sub-prime

La crise des sub-prime éclatée en automne 2008 n'a pas eu les mêmes impacts sur la bourse française et suédoise. Nous remarquons que la chute de la valeur de capitalisation sur le marché suédois est suivie d'une reprise progressive et continue dès 2009. *A contrario*, la bourse parisienne a subi une deuxième baisse importante de sa capitalisation en 2011.

Si on se réfère à la table IV qui rapporte le volume annuel d'actions cotées détenues par des FP, il semble que la crise des sub-prime n'ait pas exercé d'effets négatifs sur l'actionnariat FP. En effet, si la valeur boursière de leur détention est en nette baisse, certainement en raison de la chute des cours boursiers, le pourcentage détenu par l'actionnariat FP dans les deux pays connaît une hausse non négligeable. En France, ce taux passe de 4,3% en 2007 (4,1% en 2006) à 5,3% en 2009. Sur la même fenêtre, ce taux est de 14,3% en 2007 (15,1% en 2006) contre 16,61% en 2009.

En termes de nombre d'entreprises ayant l'actionnariat FP (voir Fig. 8), plus de 60% des FP recentrent leur investissement en France en réduisant le nombre de firmes dans lesquelles ils investissent, les autres ont même élargi leur participation à plus de firmes, probablement motivés par une logique de diversification accrue en temps de crise. En Suède, nous observons un schéma plutôt inverse : environ 20% des FP maintiennent leur présence dans le même nombre d'entreprises, une très faible proportion (environ 15%) réduit le nombre d'entreprises dans leur portefeuille. Dans le même temps, plus de 70% d'entre eux accroissent leur présence dans plus d'entreprises.

FIGURE 8 – Les entreprises ayant l'actionnariat FP en 2009 *versus* en 2006



3.4.4 Les caractéristiques financières des entreprises détenues par des FP

La table XI résume les caractéristiques financières des entreprises avec actionnariat-FP versus celles qui ne comptent pas des FP parmi leurs actionnaires. Nous notons que

ces deux groupes d'entreprises affichent des indicateurs financiers nettement différents. Les résultats obtenus des t-test sur la différence entre les moyennes des deux groupes corroborent cette différence qui est statistiquement significative, notamment sur des données suédoises. En général, les entreprises avec actionnariat FP sont de taille plus grande, que ce soit en valeur comptable (*Total Assets*) ou en valeur boursière (*Market Value*). Elles affichent une bien meilleure rentabilité économique (*Return on Assets*, ROA) et rentabilité financière (*Return on Equity*, ROE) largement positives alors que dans le même temps, les entreprises sans actionnariat-FP affichent des rentabilités très négatives. l'actionnariat FP en France serait associé à un *Q-Tobin* plus élevé mais non statistiquement significatif alors que c'est l'inverse qui est observé en Suède.

Par ailleurs, les entreprises avec actionnariat FP ont plus de dettes de long terme (*LTDebt/Firm Val.*). Alors que les entreprises françaises disposent également d'une bien meilleure capacité de couverture des dettes (*NetDebt/EBITDA*), celles suédoises n'affiche pas une capacité financière aussi solide en matière de dettes. Ce dernier résultat est à nuancer car les différences ne sont pas statistiquement significatives. En matière de politique de dividendes, les entreprises suédoises avec actionnariat FP ont un taux de versement de dividendes (*Dividend Payout*) plus élevé et statistiquement significatif alors qu'on observe le phénomène inverse en France même si ce n'est pas validé par le test statistique. L'actionnariat FP est associé à des dépenses en R&D moindres (*R&D to Sales*) mais ce résultat, à nouveau, n'est pas confirmé par le t-test.

Pour tenir compte de l'effet sectoriel, nous avons soustrait ces indicateurs individuels de la moyenne sectorielle (voir Tab. XII). Les enseignements qui en découlent ne sont pas qualitativement très différents de ceux obtenus sur des valeurs à niveau.

3.5 L'impact de l'actionnariat FP sur la performance des entreprises

3.5.1 La performance relative des entreprises

Il est habituel de mesurer la performance d'une entreprise, soit par des mesures comptables telles que la rentabilité des actifs (ROA) et la rentabilité des capitaux propres (ROE), soit par une valorisation par le marché telle que le ratio Q-Tobin. Les deux types de mesures se complètent par leurs différents aspects de la performance analysée : l'aspect temporel et le façonnement de la mesure. Si le ROA et le ROE mesure une performance purement comptable passée, le Q-Tobin intègre les anticipations de valorisation des investisseurs et donc toute leur psychologie. Ainsi, nous utilisons ces trois indicateurs de performance dans notre analyse.

TABLE XI – Caractéristiques financières des entreprises cotées : avec et sans l'actionnariat FP

N total	N	Moyenne	Variabiles financières	Moyenne	N	N total
France						
Avec FP				Sans FP		
2607	2557	39 633	Total Assets***	1 629	3648	5159
	2552	6 384	Market Value***	221	3434	
	2551	2,53	Q-Tobin	1,82	3431	
	2538	228	Market to Sales	1 871	3386	
	2168	29,58	Price Earning Per Share*	51,81	2478	
	2516	10,06	Return on Equity***	- 5,61	3363	
	2554	2,89	Return on Assets	- 17,71	3546	
	2551	27,86	LT Debt / Firm Mkt Val.***	23,18	3425	
	2555	32,46	LT Debt / Firm Book Val.***	4,90	3641	
	2231	5,41	Net Debt / EBITDA	0,003	2742	
	2148	58,79	Dividend Payout	62,53	2393	
	763	1,74	R&D to Sales	796	960	
Suède						
Avec FP				Sans FP		
1984	1 983	84 444	Total Assets***	1025	1 861	2603
	1 974	21 571	Market Value***	350	1 357	
	1 974	3,16	Q-Tobin***	5,05	1 355	
	1 958	158	Market to Sales***	635	1 254	
	1 604	56,58	Price Earning Per Share	49,74	646	
	1 970	9,16	Return on Equity***	-31,52	1 650	
	1 980	3,92	Return on Assets***	-12,24	1 678	
	1 971	17,71	LT Debt / Firm Mkt Val.***	8,37	1 347	
	1 980	24,09	LT Debt / Firm Book Val.***	17,11	1 846	
	1 679	1,83	Net Debt / EBITDA	2,87	997	
	1 599	61,90	Dividend Payout***	43,82	629	
	150	0,08	R&D to Sales	25,32	139	

L'égalité de la moyenne de deux sous-groupes est testée à l'aide du t-test.

*** : significatif à 1%. ** : significatif à 5%. * : significatif à 10%.

TABLE XII – Caractéristiques financières ajustées à la moyenne sectorielle : entreprises cotées avec et sans l'actionnariat FP

N total	N	Moyenne	Variables financières ajustées	Moyenne	N	N total
France						
Avec FP				Sans FP		
2607	2 543	21 956	Total Assets***	- 15 449	3 614	5159
	2 538	- 11 498	Market Value***	- 17 269	3 400	
	2 537	0,44	Q-Tobin	- 0,33	3 397	
	2 524	- 1 166	Market to Sales	878	3 352	
	2 158	- 13	Price Earning Per Share*	11	2 452	
	2 502	8	Return on Equity***	- 6,18	3 329	
	2 540	14	Return on Assets	- 10	3 512	
	2 537	2,44	LT Debt / Firm Mkt Val.***	- 1,83	3 391	
	2 541	15	LT Debt / Firm Book Val.***	- 10	3 607	
	2 218	2,83	Net Debt / EBITDA	- 2,31	2 720	
	2 138	- 2,46	Dividend Payout	2,22	2 371	
	763	- 367	R&D to Sales	292,30	958	
Suède						
Avec FP				Sans FP		
1984	1983	27499	Total Assets***	-29302	1861	2603
	1974	-35609	Market Value***	-24564	1357	
	1974	-0,442	Q-Tobin***	0,644	1355	
	1958	-127,3	Market to Sales	198,7	1254	
	1965	-0,408	Price To Book***	0,6	1335	
	1604	6,66	Price Earning Per Share	-16,54	646	
	1970	16,07	Return on Equity***	-19,19	1650	
	1980	6,037	Return on Assets***	-7,124	1678	
	1896	1,021	Return on Sales***	-1,154	1678	
	1971	2,156	LT Debt / Firm Mkt Val.***	-3,154	1347	
	1980	1,903	LT Debt / Firm Book Val.***	-2,041	1846	
	1679	-0,376	Net Debt / EBITDA	0,633	997	
	1599	6,01	Dividend Payout***	-15,28	629	
	150	0,0343	R&D to Sales	-0,037	139	

L'égalité de la moyenne de deux sous-groupes est testée à l'aide du t-test.

*** : significatif à 1%. ** : significatif à 5%. * : significatif à 10%.

Afin de tenir compte de l'effet sectoriel, nous calculons la performance relative des entreprises en soustrayant l'indicateur de performance individuelle de la moyenne sectorielle. Cela nous donne les indicateurs de performance ajustés ROA_{Adj} , ROE_{Adj} , $Q - Tobin_{Adj}$. Ces indicateurs de performance sectoriels sont également fournis par Factset pour chaque entreprise dans l'échantillon. De façon complémentaire, nous avons également calculé nous-même ces indicateurs comme étant la moyenne de la performance des entreprises du même secteur.

3.5.2 Analyse empirique à la [Woidtke \(2015\)](#)

Pour mesurer l'impact de l'actionnariat FP sur la performance des entreprises, nous utilisons la méthode utilisée par [Woidtke \(2015\)](#). Cette méthode repose sur la régression de la performance relative des entreprises sur le taux de détention différé de l'actionnariat FP en distinguant l'actionnariat FP public de l'actionnariat FP privé, en contrôlant d'autres facteurs qui influencent également la performance des entreprises. Cette méthode revient à estimer l'équation suivante :

$$PERF_{it} = \beta_0 + \beta_1 PR_{i,t-1} + \beta_2 PU_{i,t-1} + \beta_3 Inst_{i,t-1} + \beta_4 Insid_{i,t-1} + \beta_5 InsidSQRT_{i,t-1} + \gamma_1 Dette_{it} + \gamma_2 Taille_{it} + \gamma_3 RDDum_{it} + \gamma_4 PreDum_{it} + \alpha_t + \epsilon_{it}$$

Dans l'équation ci-dessus, $PERF_{it}$ représente la performance relative de l'entreprise i pour l'année t et mesurée alternativement par ROA_{Adj} , ROE_{Adj} et $Q - Tobin_{Adj}$; $PR_{i,t-1}$ et $PU_{i,t-1}$, le pourcentage d'actions de l'entreprise i détenu en fin de l'année précédente par les FP privés et publics respectivement. Les variables de contrôle¹⁶ pour la performance relative des entreprises habituellement utilisées dans la littérature sont $Inst_{i,t-1}$, $Insid_{i,t-1}$, $InsidSQRT_{i,t-1}$ qui représentent la part détenue, à niveau et au carré, en fin de l'année précédente par d'autres investisseurs institutionnels et par les *insiders* de l'entreprise. De cette façon, nous supposons que l'impact qu'exerce un type d'actionnariat n'est pas immédiat. Son effet, s'il y en a, ne peut se mesurer qu'au bout d'un an¹⁷. $Dette_{it}$ est le ratio Dettes / Total Actif, $Taille_{it}$ est la valeur logarithmique du total de l'actif; $RDDum_{it}$ est une variable indicatrice qui est égale à 1 (0) si les dépenses en R&D

16. Voir [Mard et al. \(2014\)](#), [Crashwell et al. \(1997\)](#); [Sahut et Othmani Gharbi \(2010\)](#), [Margaritis et Psillaki \(2010\)](#); [Demsetz et Villalonga \(2001\)](#); [Charreaux \(1991\)](#).

17. Nous avons également testé avec un horizon d'impact plus long, de 2 à 4 ans, ce qui a pour conséquence de réduire la dimension temporelle de notre échantillon. Les résultats obtenus sont qualitativement inchangés.

sont manquantes (renseignées)¹⁸; $PreDum_{it}$ est une variable indicatrice qui est égale à 1 (0) si le résultat net de l'année précédente est positif (non-positif); $PreDum_{it}$ reflète le dynamique temporel propre à l'entreprise i ; β_0 est une constante; α_t est une variable muette pour l'année de 2006 à 2016 et mesure l'effet fixe année; ϵ_{it} est le choc spécifique à l'entreprise i à l'année t .

TABLE XIII – Régression de la performance relative des entreprises sur le taux de détention des FP différé

	France			Suède		
	AdjQ (1)	AdjROA (2)	AdjROE (3)	AdjQ (1)	AdjROA (2)	AdjROE (3)
Constante	1,81 (1,55)	-11,16 (0,66)	*** -28,23 (2,49)	*** 7,44 (0,82)	*** -53,35 (2,41)	*** -130,7 (8,10)
PR(t-1)	0,30 (0,48)	-0,17 (0,20)	0,04 (0,77)	0,41 (0,07)	*** -0,94 (0,19)	*** -4,43 (0,64)
PU(t-1)	0,00 (0,18)	0,05 (0,07)	-0,48 (0,28)	* 0,11 (0,06)	* -0,43 (0,19)	** -0,50 (0,63)
Inst(t-1)	0,02 (0,03)	0,02 (0,01)	* 0,10 (0,05)	** 0,02 (0,01)	-0,02 (0,04)	-0,12 (0,13)
Insid(t-1)	-0,04 (0,04)	0,04 (0,02)	*** 0,09 (0,07)	0,01 (0,03)	0,12 (0,07)	* 0,17 (0,25)
InsidSQRT(t-1)	0,58 0,42	-0,19 0,18	-0,06 0,67	0,15 0,20	-0,57 0,59	-0,29 1,99
Dette	0,09 (0,01)	*** (0,01)	-0,04 (0,01)	*** (0,02)	-0,11 (0,02)	*** (0,08)
Taille	-0,73 (0,18)	*** (0,08)	0,53 (0,28)	*** (0,11)	-1,19 (0,32)	*** (1,08)
RDDum	-0,18 (0,68)	-0,15 (0,29)	-1,12 (1,10)	-0,01 (0,42)	4,76 (1,23)	*** (4,12)
PreDum	-1,78 (0,82)	** (0,35)	7,37 (1,32)	*** (0,40)	-0,93 (1,16)	** (3,91)
Effet fixe année	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Observations	4642	4642	4642	2438	2438	2438
R carré	0,01	0,16	0,08	0,09	0,33	0,20

*** : significatif à 1%; ** : significatif à 5%; * : significatif à 10%. Les chiffres figurant entre parenthèses sont l'écart-type des coefficients estimés.

La table XIII résume les résultats obtenus de cette régression pour les entreprises fran-

18. Les données de dépenses en R&D fournies par Factset sont extrêmement pauvres. Nous avons dû compléter ces données en les collectant manuellement à partir des rapports annuels disponibles sur la pageweb des entreprises. Un grand merci à Hervé-Joël N'Goran pour son efficacité.

çaises et suédoises¹⁹. Comme le montre cette table, il n'y a pas de lien entre la part détenue par l'actionnariat FP et la performance relative des entreprises françaises lorsque cette performance est mesurée par le ratio Q-Tobin. En revanche, les FP publics apparaissent associés à une rentabilité financière inférieure des entreprises dans lesquelles ces fonds sont actionnaires, comparée à celle de leurs concurrents du même secteur. Néanmoins, cet effet négatif est faible et statistiquement significatif à 10%. Quant à l'échantillon suédois, le ratio Q-Tobin indique une relation clairement positive et significative entre cet actionnariat FP (public et privé) et la performance relative des entreprises. Le résultat obtenu sur la Suède est ainsi cohérent à celui obtenu par [Woidtke \(2002\)](#) et [Woidtke \(2015\)](#). Ces études réalisées sur des entreprises cotées américaines sur plusieurs périodes différentes mesurent la performance de l'entreprise par le ratio Q-Tobin également. D'après eux, ce lien est lié à un actionnariat activiste des FP publics tournés vers des objectifs davantage politiques que financiers, contrairement aux FP privés. Si l'on se réfère à des indicateurs d'ordre comptable, le ROA et le ROE racontent une histoire plutôt opposée : l'impact de l'actionnariat FP, quelque soit sa nature, apparaît clairement négatif en Suède. Pour l'échantillon français, seul le coefficient associé à l'actionnariat FP public est négatif mais très faiblement significatif.

Force est de constater que pour les autres coefficients associés aux variables de contrôle qui sont statistiquement significatifs, les signes varient, eux aussi, selon l'indicateur de performance retenu. Autrement dit, la vision comptable et la vision du marché sont très différentes quant à l'influence de ces variables sur la performance relative de l'entreprise. A titre d'exemple, un niveau d'endettement élevé a tendance à nuire à la performance comptable (relative) de l'entreprise car les coefficients associés sont significativement négatifs. En revanche, selon le marché, l'effet escompté de l'endettement reste bénéfique à la performance de l'entreprise comparée à sa moyenne sectorielle.

Quelque soit la méthodologie, nous n'avons pas décelé l'impact de l'actionnariat FP sur la performance des entreprises françaises, que cette performance soit mesurée par le ratio Q-Tobin, la rentabilité des capitaux propres ou la rentabilité économique. Ce résultat n'est pas surprenant compte tenu du faible volume d'actions détenu par les FP. En Suède, étant donné que l'actionnariat FP est plus important et dominé par des FP suédois, leur présence parmi les actionnaires n'est pas neutre à l'égard de la performance comptable et boursière de l'entreprise.

19. Nous avons également répété ces calculs avec la performance sectorielle mesurée par la moyenne du ratio Q-Tobin, du ROA et du ROE de toutes les entreprises du même secteur dans lequel appartient l'entreprise. Les résultats sont très proches.

4 Conclusion

Plusieurs études ont démontré de nombreuses vertus de l'actionnariat institutionnel de long terme, considéré comme le capitalisme patient, engagé et constructif, à l'opposé du capitalisme trimestriel, impatient et nuisible au développement de long terme des entreprises et de l'économie. En parallèle, plusieurs inquiétudes se manifestent quant à l'activisme du capitalisme courttermiste et agressif qui ne cesse d'imposer sa dictature aux entreprises. Dans ce contexte, l'actionnariat FP apparaît comme une force actionnariale naturelle souhaitable à promouvoir afin d'atténuer les effets néfastes du capitalisme courttermiste. Les FP, en raison des maturités très longues de leurs passifs, peuvent être des actionnaires de long terme par excellence. De plus, grâce à leur indépendance vis-à-vis du management des entreprises, les FP, notamment ceux publics, forment un levier de contrôle plus crédible et donc plus efficace comparé à d'autres types d'actionnaires institutionnels. Plusieurs études empiriques confirment cette intuition.

En France, en raison du système de retraite par répartition, l'actionnariat FP est constitué davantage de FP étrangers et ne représente qu'un très faible volume d'actions détenues – environ 5% de la capitalisation de la Bourse de Paris. D'autant plus que ces investissements de capitaux propres sont concentrés sur des plus grands groupes alors que de nombreuses PME-PMI et ETI en France ont un accès difficile aux ressources des financements de long terme et stables. Cette faible présence de l'actionnariat FP serait à l'origine de l'absence d'impact sur la performance des entreprises cotées françaises, les autres facteurs déterminants de cette performance étant contrôlés.

Contrairement à la France, l'actionnariat FP occupe une place beaucoup plus importante dans la structure actionnariale des entreprises cotées suédoises. Il détient environ 15% de la capitalisation boursière de ces entreprises, dont une part non négligeable entre les mains des FP publics et privés suédois ; non seulement ils sont présents dans la plupart des entreprises suédoises mais y figure parmi les plus gros actionnaires. Cette forte participation aux capitaux propres des entreprises se traduit par un impact positif sur la valeur actionnariale de celles-ci. Les résultats obtenus jusqu'ici soutiennent donc la théorie selon laquelle l'impact de la structure actionnariale sur la performance des entreprises dépend de la nature de l'actionnaire mais également de son pouvoir actionnarial relatif.

Pour des raisons de non-disponibilité des données, notre étude ne permet pas d'identifier clairement les vecteurs d'influence de l'actionnariat FP sur la performance des entreprises dans les deux pays, y compris l'activisme des FP. Néanmoins, nous observons que la durée de présence des FP actionnaires est relativement longue. Les FP publics et domestiques ont tendance à rester plus longtemps que ceux étrangers et privés, notamment lors de l'éclatement de la crise des sub-prime. Ces résultats peuvent être interprétés

comme une preuve de l'actionnariat de long terme des FP, un actionnariat stable qui est favorable et compatible avec l'horizon du développement des entreprises. Ainsi, ils corroborent les études précédentes réalisées dans d'autres pays et apportent un élément de réponse, même partiel, à l'absence d'impact de l'actionnariat FP en France alors que celui est positif et significatif en Suède.

Plusieurs pistes peuvent être envisagées pour approfondir les résultats de cette étude. Il serait intéressant d'identifier les canaux via lesquels les FP contribuent à améliorer la performance des entreprises cotées de manière générale et en France en particulier. La gouvernance exercée via l'activisme de ces investisseurs au sein des entreprises constitue un canal important qui pousse les dirigeants à une gestion plus efficace des ressources de l'entreprise. Cette sur-performance pourrait également provenir tout simplement d'une présence continue, fidèle de ces FP actionnaires du fait que la stabilité actionnariale permet aux dirigeants de se passer des logiques courtermistes des actionnaires impatients et de se concentrer sur les enjeux de long terme de l'entreprise. Par ailleurs, une étude sur un échantillon plus large des entreprises cotées dans d'autres pays permettrait de mesurer de façon plus rigoureuse l'impact global de l'actionnariat FP sur la performance des entreprises, tout en contrôlant les spécificités de la gouvernance d'entreprises et du système de retraite de chaque pays.

Références

- AGGARWAL, R., EREL, I., FERREIRA, M. A. et MATOS, P. (2011). Does Governance Travel Around the World? Evidence from Institutional Investors,. *Journal of Financial Economics*, 100:154–181.
- AMANN, B., CABY, J., JAUSSAUD, J. et PINIERO, J. (2007). Activisme des actionnaires et responsabilité sociale des entreprises : une comparaison Espagne - France - Etats-Unis - Japon. *Revue de l'Organisation Responsable*, (2):37–53.
- AN, H., HUANG, Z. et ZHANG, T. (2013). What Determines Corporate Pension Fund Risk-Taking Strategy? *Journal of Banking and Finance*, 37:597–613.
- ANABTAWI, I. et STOUT, L. (2008). Fiduciary Duties for Activist Shareholders. *Stanford Law Review*, page 1255–1308.
- APPEL, I. R., GORMLEY, T. A. et KEIM, D. B. (2016). Passive Investors, Not Passive Owners. *Journal of Financial Economics*, 121:111–141.
- BAINBRIDGE, S. (2009). Shareholder Activism in the Obama Era. UCLA School of Law, Law-Econ research paper, 09–14.
- BAUDRU, D., LAVIGNE, S. et MORIN, F. (2000). Les Investisseurs Institutionnels Américains : Les Logiques de Gestion et d'Extraction de la Valeur. Mimeo, LEREPS, Université de Toulouse.
- BHOJRAJ, S., HRIBAR, P., PICCONI, M. et MCINNIS, J. (2009). Making Sense of Cents : An Examination of Firms that Marginally Miss or Beat Analyst Forecasts. *Journal of Finance*, 64(5):2361–2388.
- BROSSARD, O., LAVIGNE, S. et ERDEM SAKINC., M. (2013). Ownership Structures and R&D in Europe : the Good Institutional Investors, the Bad and Ugly Impatient Shareholders. *Oxford University Press (OUP)*, 22(4).
- BROWN, J., POLLET, J. et WEISBENNER, S. J. (2015). The In-State Equity Bias of State Pension Plans. NBER Working Paper 21020.
- BUCHANAN, B. G., NETTER, J. M., POULSEN, A. B. et YANG, T. (2012). Shareholder Proposal Rules and Practice : Evidence from a Comparison of the United States and United Kingdom. *American Business Law Journal*, 49:739–803.
- BUSHEE, B. (2004). Identifying and Attracting the "Right" Investors : Evidence on the Behavior of Institutional Investors. *Journal of Applied Corporate Finance*, 16(4):28–35.

- BUSHEE, B. J. (1998). The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior. *Accounting Review*, 73(3):305–333.
- CARLETON, W., NELSON, J. et WEISBACH, M. (1998). The Influence of Institutions on Corporate Governance Through Private Negotiations : Evidence from TIAA-CREF. *Journal of Finance*, 53:1335–1362.
- CELIK, S. et ISAKSSON, M. (2013). Institutional Investors and Ownership Engagement. *OECD Journal : Financial Market Trends*, 2:93–114.
- CELLA, C., ELLUL, A. et GIANNETTI, M. (2013). Investors' Horizons and the Amplification of Market Shocks. *Review of Financial Studies*, 26(7):1607–1648.
- CHAN, L. et LAKONISHOK, J. (1993). Institutional Trades and Intraday Stock Price. *Journal of Financial Economics*, 33:173–200.
- CHARLETY, P. (2001). Activisme des actionnaires : le cas particulier des fonds de pension. *Bulletin COB*, (354):17–35.
- CHARREAUX, G. (1991). Structures de propriété, relations d'agence et performances financières. *Revue Economique*, (3):521–552.
- CHEN, X., HARFORD, J. et LI, K. (2007). Monitoring : Which Institutions Matter ? *Journal of Financial Economics*, 86:279–305.
- CHIDAMBARAN, N. et WOJDITKE, T. (1999). The Role of Negotiations in Corporate Governance : Evidence from Withdrawn Shareholder Proposals. Working Paper, Tulane University and Texas A&M University.
- COHEN, L., FRAZZINI, A. et MALLOY, C. (2008). The Small World of Investing : Board Connections and Mutual Fund Returns. *Journal of Political Economy*, 116:951–979.
- CRANE, A., MICHENAUD, S. et WESTON, J. (2016). The Effect of Institutional Ownership on Payout Policy : Evidence from Index Thresholds. *Review of Financial Studies*, 29:1377–1408.
- CRASHWELL, A., TAYLOR, S. et SAYWELL, R. (1997). Ownership Structure and Corporate Performance : Australian Evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 5(3):301–323.
- DEL GUERCIO, D. (1996). The Distorting Effect of the Prudent-Man Laws on Institutional Equity Investments. *Journal of Financial Economics*, 40:31–62.
- DEL GUERCIO, D. et HAWKINS, J. (1999). The Motivation and Impact of Pension Fund Activism. *Journal of Financial Economics*, 52:293–340.

- DEMSETZ, H. et LEHN, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6):1155–1177.
- DEMSETZ, H. et VILLALONGA, B. (2001). Ownership Structure and Corporate Performance. *Journal of Corporate Finance*, 7(3):209–233.
- DENES, M. R., KARPOFF, J. M. et MCWILLIAMS, V. B. (2016). Thirty Years of Shareholder Activism : A Survey of Empirical Research. *Journal of Corporate Finance*.
- DERRIEN, F., KECSKÉS, A. et THESMAR, D. (2013). Investor Horizons and Corporate Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(6):1755–1780.
- DUIJMA, P. et STEINS BISSCHOPB, S. (2015). Short-Termism of Long-Term Investors? The Investment Behaviour of Dutch Insurance Companies and Pension Funds. Working paper, N° 489, De Nederlandsche Bank NV.
- ELYASIANI, E. et JIA, J. (2010). Distribution of Institutional Ownership and Corporate Firm Performance. *Journal of Banking and Finance*, 34:606–620.
- ENG, L. et SHACKELL, M. (2001). The Implications of Long-Term Performance Plans and Institutional Ownership for Firms' Research and Development Investments. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 16(2):117–139.
- FACCIO, M. et LASFER, M. A. (2000). Do Occupational Pension Funds Monitor Companies in Which They Hold Large Stakes? *Journal of Corporate Finance*, 6:71–110.
- FRANCIS, J. et SMITH, A. (1995). Agency Costs and Innovations : Some Empirical Evidence. *Journal of Accounting and Economics*, 19(2-3):383–409.
- GAREL, A. (2017). When Ownership Structure Matters : A Review of the Effects of Investor Horizon on Corporate Policies. *Journal of Economic Surveys*, 31(4):1062–1094.
- GAREL, A. et RÉROLLE, J.-F. (2017). When Fundamental Investors Release Market Pressures on Management : Evidence from Europe. Working paper, Global Valuation Institute, KPMG International.
- GASPAR, J.-M., MASSA, M. et MATOS, P. (2005). Shareholder Investment Horizons and The Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics*, 76:135–165.
- GILLAN, S. L. et STARKS, L. T. (2007). The Evolution of Shareholder Activism in the United States. *Journal of Applied Corporate Finance*, 19:55–73.
- HALL, B. et LERNER, J. (2009). The Financing of R&D and Innovation. NBER Working Paper 15325.

- HARFORD, J., KECSKÉS, A. et MANSI, S. (2018). Do Long-Term Investors Improve Corporate Decision Making. *Journal of Corporate Finance*, 50:424–452.
- HARTER, C. et HARIKUMAR, T. (2004). Management Compensation and Project Life. *Journal of Applied Business Research*, 20(4):65–71.
- HESS, D. et IMPAVIDO, G. (2003). Governance of Public Pension Funds : Lessons from Corporate Governance and International Evidence. World Bank Publications 3110.
- JENSEN, M. C. et MECKLING, W. H. (1976). Theory of the Firm : Manager Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3:305–360.
- KAPLAN, S. N. et MINTON, B. (2006). How has CEO Turnover Changed? Increasingly Performance Sensitive Boards and Increasingly Uneasy CEOs. NBER Working Paper No. 12465.
- KARPOFF, J., MALATESTA, P. et WALKLING, R. (1996). Corporate Governance and Shareholder Initiatives : Empirical Evidence. *Journal of Financial Economics*, 42:365–396.
- KIM, H. D., PARK, K. et SONG, K. R. (2017). Do Long Term Institutional Investors Foster Corporate Innovation? *Accounting and Finance*.
- MARD, Y., MARSAT, S. et ROUX, F. (2014). Structure de l'actionnariat et performance financière de l'entreprise : le cas français. *Finance Contrôle Stratégie*, 17(4).
- MARGARITIS, D. et PSILLAKI, M. (2010). Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance. *Journal of Banking and Finance*, 34:621–632.
- MCCAHERY, J. A., SAUTNER, Z. et STARKS, L. (2016). Behind the Scenes : The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors. *Journal of Finance*. forthcoming.
- MOHAN, N. et ZHANG, T. (2014). An Analysis of Risk-Taking Behavior for Public Defined Benefit Pension Plans. *Journal of Banking and Finance*, 40:403–419.
- MURPHY, K. et VAN NUYS, K. (1994). State Pension Funds and Shareholder Inactivism. Working Paper, Harvard University.
- NESBITT, S. (1994). Long-Term Rewards from Shareholder Activism : A Study of the Calpers Effect. *Journal of Applied Corporate Finance*, 6:75–80.
- NGUYEN, P.-A., KECSKÉS, A. et MANSI, S. (2017). Does Corporate Social Responsibility Create Shareholder Value? The Importance of Long-Term Investors. *Journal of Banking and Finance*, pages 1–21.

- PORTER, M. E. (1992). Capital Disadvantage : America's Failing Capital Investment Systems. *Harvard Business Review*, 70(5):65–82.
- ROMANO, R. (1993). Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered. *Columbia Law Review*, 93:795–853.
- ROMANO, R. (1995). The Politics of Public Pension Funds. *Public Interest*.
- SAHUT, J.-M. et OTHMANI GHARBI, H. (2010). Institutional Investors' Typology and Firm Performance : The Case of French Firms. *International Journal of Business*, 15(1):33–50.
- SAMUEL, C. (2000). Does Shareholder Myopia Lead to Managerial Myopia? A First Look. *Applied Financial Economics*, 10(5):493–505.
- SCOTT, R. W. (2014). Do Institutional Investors Influence R&D Investment Policy in Firms with High Information Asymmetry? *International Business Research*, 7(10):22–35.
- SHLEIFER, A. et VISHNY, R. W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94(3):461–489.
- SMITH, M. (1996). Shareholder Activism by Institutional Investors : Evidence from Calpers. *Journal of Finance*, 51(1):227–252.
- THOMSEN, S. et PEDERSEN, T. (2000). Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies. *Strategic Management Journal*, 21(6):689–705.
- VERSTEGEN, R. et SCHNEIDER, M. (2002). The Antecedents of Institutional Investor Activism. *Academy of Management Review*, 27(4):554–573.
- WAHAL, S. (1996). Pension Fund Activism and Firm Performance. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(1):1–23.
- WANG, Y. et MAO, C. X. (2015). Shareholder Activism of Public Pension Funds : The Political Facet. *Journal of Banking and Finance*, 60:138–152.
- WOIDTKE, T. (2002). Agents Watching Agents? Evidence from Pension Fund Ownership and Firm Value. *Journal of Financial Economics*, 63:99–131.
- WOIDTKE, T. (2015). Public Pension Fund Activism and Firm Value : An Empirical Analysis. Legal Policy Report 20, Manhattan Institute.

Annexes

Annexe 1 : Une comparaison des FP publics versus des FP privés aux États-Unis

Il est bien établi que les différences dans la structure organisationnelle et la politique de rémunération des gérants des fonds d'investissement conduisent à des différences non négligeables en termes de politique d'investissement et d'implication de ces fonds vis-à-vis des entreprises dans lesquels ils investissent. Dans le cas des États-Unis²⁰, ces différences émanent principalement du statut public versus privé de ces fonds (Woidtke, 2002). Pour mieux évaluer l'impact des fonds publics et privés sur les firmes, il est donc indispensable de comprendre ces différences de fonctionnement essentielles qui les séparent (voir Fig. 9).

Premièrement, les FP publics sont soumis à la réglementation de l'État dans lequel ils opèrent. La législation de chaque État prescrit souvent des investissements que ces fonds peuvent faire et décide de la composition du Conseil d'administration (CA). Ainsi, le CA est composé des membres politiques élus de l'État ou des personnes à fortes aspirations politiques (Romano (1993); Anabtawi et Stout (2008)). En raison des pressions politiques et sociales inhérentes, les administrateurs des fonds publics peuvent entreprendre des actions qui ne vont pas nécessairement maximiser la valeur actionnariale de la firme et de ce fait avoir des conflits d'intérêt avec les autres actionnaires.

Deuxièmement, les membres du CA des FP publics ne sont pas soumis à des normes fiduciaires strictes de l'ERISA (*Employee Retirement Income Security Act*) qui régulent les FP privés. Ces règles stipulent que les membres du CA prennent des décisions d'investissement pour le seul intérêt des bénéficiaires du fonds. Pour les membres du CA des FP privés, prendre en considération des bénéfices de nature sociétale pourrait dans certains cas constituer une infraction à l'égard de ces normes²¹. Sur ce point, les administrateurs des FP publics disposent d'une liberté considérable par rapport à leurs homologues des fonds privés.

Troisièmement, les FP publics sont majoritairement des fonds à prestations définies. Pour ces fonds, les payeurs résiduels sont des contribuables, beaucoup plus diffus que

20. Aux États-Unis, les plans de retraites publics à prestations définies gèrent plus de \$3.700 milliards en 2014. Avec plus d'un tiers d'actifs placés dans des actions d'entreprises, ces fonds détiennent environ 6% du marché d'actions américain (Brown *et al.*, 2015).

21. Typiquement, les membres politiques du CA peuvent être contraints de voter contre une fusion ou une prise de contrôle dans des situations où le vote a une forte valeur politique même si cette action augmentera la valeur actionnariale. Ces membres peuvent être tentés de financer des initiatives locales pour le seul intérêt politique sans prendre en considération les critères de risque et de retour des investissements (Romano, 1995).

FIGURE 9 – Comparaison des FP : publics versus privés

	Private pension funds	Public pension funds
<i>Panel A. External factors influencing private and public pension fund administrators</i>		
Governed by	Fiduciary responsibility under ERISA	State regulations
Director/board	Corporation/beneficiary represented	State represented
Potential conflict of interest	Intercorporation	Political/social influences
Residual claimants	Shareholders	Taxpayers
<i>Panel B. Compensation for private and public pension fund administrators</i>		
Limitations	Not subject to state caps	Subject to state caps
Average base salary for funds with more than \$1 billion in assets	\$101,700	\$75,200
Portion of funds with available bonus	60%	7%
Average available bonus	\$25,600	\$8,400
Average total salary	\$115,000	\$76,000

Source : [Woidtke \(2002\)](#).

les actionnaires d'une entreprise. Ainsi, les contribuables sont moins susceptibles de surveiller la performance des FP publics, ce qui permet aux administrateurs des PF publics de poursuivre leurs propres intérêts. Dans certains cas, les contribuables pourraient également être exploités par le comportement de transfert de risque des plans de retraite sous-financés ([An et al., 2013](#); [Mohan et Zhang, 2014](#)).

Enfin, comparés à leurs homologues des FP privés ou d'autres types d'institutions financières, les administrateurs des FP publics sont moins bien rémunérés, avec peu de bonus lié à leur performance ([Woidtke, 2002](#); [Murphy et Van Nuys, 1994](#)). Ainsi, la politique d'investissement et d'activisme actionnarial des FP publics est fortement influencée par le calendrier d'élection et des enjeux politiques individuels propres aux membres politiques du Board ([Romano, 1993](#); [Hess et Impavido, 2003](#); [Bainbridge, 2009](#)).

L'influence politique sur la stratégie d'investissement des FP publics se traduit également par des positions importantes dans des entreprises locales. Plus précisément, [Brown et al. \(2015\)](#) étudient 27 plans de retraite des états américains gérés en interne par les états eux-mêmes. Ils trouvent que le poids des actions des entreprises dont le siège se trouve dans ces états est de 9,7%, comparé à 5,6% si le fonds réplique simplement le portefeuille du marché global pondéré par la valeur des titres, soit un biais trois fois plus élevé que celui observé chez d'autres investisseurs institutionnels. De plus, ces fonds investissent davantage, voire de manière disproportionnée, dans des entreprises de petite taille, c'est-à-dire celles qui ne font pas partie de l'indice S&P 500, qui opèrent dans des industries "fleuron" de l'état concerné²². Par ailleurs, les plans de retraites des états ont

22. Par exemple, l'industrie "fleuron" de l'état de Texas est l'énergie, la finance pour le New York, des équipements informatiques pour la Californie.

tendance à détenir dans leur portefeuille des actions des entreprises situées dans les comtés qui ont fait des contributions importantes lors de la dernière élection du gouverneur actuel. Plus intéressant encore, ces investissements affichent par la suite des rentabilités ajustées au risque plus élevées que ceux provenant d'autres firmes comparables situées dans d'autres états. Les actions ayant une connexion politique affichent par la suite de rentabilités ajustées au risque de 5,7% plus élevées que celles qui ont peu contribué à la dernière élection du gouverneur. Il est possible que ce résultat soit lié au networking entre les membres du Board des entreprises et les gérants de fonds, comme le démontrent [Cohen *et al.* \(2008\)](#).

Annexe 2 : La classification des secteurs et industries selon Factset

De manière générale, Factset classe des entreprises d'abord en 129 industries qui sont ensuite groupées dans 20 secteurs. Les entreprises cotées françaises et suédoises dans notre échantillon appartiennent à seulement 18 secteurs. Sont classés dans le groupe "Miscellaneous" les entreprises dont Factset ne dispose pas suffisamment d'information pour les classer dans l'un des 19 secteurs de l'économie. Les deux secteurs qui ne concernent pas notre échantillon français et suédois sont "Non-Energy Minerals" et "Miscellaneous".

TABLE XIV – La classification des secteurs et industries selon Factset

NUMBER	SECTOR	INDUSTRY
1100	Non-Energy Minerals	
1105		Steel
1115		Aluminum
1120		Precious Metals
1125		Other Metals/Minerals
1130		Forest Products
1135		Construction Materials
1200	Producer Manufacturing	
1205		Metal Fabrication
1210		Industrial Machinery
1220		Trucks/Construction/Farm Machinery
1225		Auto Parts : OEM
1230		Building Products
1235		Electrical Products
1245		Office Equipment/Supplies
1250		Miscellaneous Manufacturing
1255		Industrial Conglomerates
1300	Electronic Technology	
1305		Semiconductors
1310		Electronic Components
1315		Electronic Equipment/Instruments
1320		Telecommunications Equipment
1330		Aerospace & Defense
1340		Computer Processing Hardware
1345		Computer Peripherals
1352		Computer Communications
1355		Electronic Production Equipment
1400	Consumer Durables	
1405		Motor Vehicles
1410		Automotive Aftermarket
1415		Homebuilding
1420		Home Furnishings
1425		Electronics/Appliances
1430		Tools & Hardware
1435		Recreational Products
1445		Other Consumer Specialties
2100	Energy Minerals	
2105		Oil & Gas Production
2110		Integrated Oil
2120		Oil Refining/Marketing
2125		Coal
2200	Process Industries	
2205		Chemicals : Major Diversified
2210		Chemicals : Specialty
2215		Chemicals : Agricultural
2220		Textiles
2225		Agricultural Commodities/Milling
2230		Pulp & Paper
2235		Containers/Packaging
2240		Industrial Specialties
2300	Health Technology	
2305		Pharmaceuticals : Major
2310		Pharmaceuticals : Other
2315		Pharmaceuticals : Generic
2320		Biotechnology
2325		Medical Specialties

TABLE XV – La classification des secteurs et industries selon Factset (suite)

NUMBER	SECTOR	INDUSTRY
2400	Consumer Non-Durables	
2405		Food : Major Diversified
2410		Food : Specialty/Candy
2415		Food : Meat/Fish/Dairy
2420		Beverages : Non-Alcoholic
2425		Beverages : Alcoholic
2430		Tobacco
2435		Household/Personal Care
2440		Apparel/Footwear
2450		Consumer Sundries
3100	Industrial Services	
3105		Contract Drilling
3110		Oilfield Services/Equipment
3115		Engineering & Construction
3120		Environmental Services
3130		Oil & Gas Pipelines
3200	Commercial Services	
3205		Miscellaneous Commercial Services
3210		Advertising/Marketing Services
3215		Commercial Printing/Forms
3220		Financial Publishing/Services
3235		Personnel Services
3250	Distribution Services	
3255		Wholesale Distributors
3260		Food Distributors
3265		Electronics Distributors
3270		Medical Distributors
3300	Technology Services	
3305		Data Processing Services
3308		Information Technology Services
3310		Packaged Software
3320		Internet Software/Services
3350	Health Services	
3355		Managed Health Care
3360		Hospital/Nursing Management
3365		Medical/Nursing Services
3370		Services to the Health Industry
3400	Consumer Services	
3405		Media Conglomerates
3410		Broadcasting
3415		Cable/Satellite TV
3420		Publishing : Newspapers
3425		Publishing : Books/Magazines
3430		Movies/Entertainment
3435		Restaurants
3440		Hotels/Resorts/Cruiselines
3445		Casinos/Gaming
3450		Other Consumer Services

TABLE XVI – La classification des secteurs et industries selon Factset (suite)

NUMBER	SECTOR	INDUSTRY
3500	Retail Trade	
3505		Food Retail
3510		Drugstore Chains
3515		Department Stores
3520		Discount Stores
3525		Apparel/Footwear Retail
3530		Home Improvement Chains
3535		Electronics/Appliance Stores
3540		Specialty Stores
3545		Catalog/Specialty Distribution
3550		Internet Retail
4600	Transportation	
4605		Air Freight/Couriers
4610		Airlines
4615		Trucking
4620		Railroads
4625		Marine Shipping
4630		Other Transportation
4700	Utilities	
4705		Electric Utilities
4735		Gas Distributors
4755		Water Utilities
4760		Alternative Power Generation
4800	Finance	
4805		Major Banks
4810		Regional Banks
4825		Savings Banks
4830		Finance/Rental/Leasing
4840		Investment Banks/Brokers
4845		Investment Managers
4850		Financial Conglomerates
4855		Property/Casualty Insurance
4860		Multi-Line Insurance
4865		Life/Health Insurance
4875		Specialty Insurance
4880		Insurance Brokers/Services
4885		Real Estate Development
4890		Real Estate Investment Trusts
4900	Communications	
4905		Major Telecommunications
4910		Specialty Telecommunications
4915		Wireless Telecommunications
6000	Miscellaneous	
6005		Miscellaneous
6010		Investment Trusts/Mutual Funds