

**DIRECTION DES AFFAIRES FINANCIÈRES ET DES ENTREPRISES
COMITÉ DE LA CONCURRENCE**

**Résumé des débats tenus lors de l'audition sur l'actionnariat institutionnel commun
et son impact sur la concurrence**

**Annexe au Résumé des débats qui se sont tenus lors de la 128^e réunion du Comité de la
concurrence, les 5 et 6 décembre 2017**

Le présent document a été préparé par le Secrétariat de l'OCDE en tant que résumé détaillé des débats qui se sont tenus lors de la 128^e réunion du Comité de la concurrence, le 6 décembre 2017.

Des informations supplémentaires en rapport avec ces débats se trouvent sur la page www.oecd.org/daf/competition/common-ownership-and-its-impact-on-competition.htm

Pour toute question concernant le présent document, veuillez prendre contact avec M. Antonio Capobianco [Antonio.Capobianco@oecd.org].

JT03437560

Résumé des débats tenus lors de l'audition sur l'actionnariat institutionnel commun et son impact sur la concurrence

Document du Secrétariat

Le **Président** du Comité de la concurrence, M. Frédéric Jenny, ouvre les débats en indiquant que l'actionnariat commun – c'est-à-dire le fait que des investisseurs institutionnels détiennent des participations minoritaires dans différentes entreprises concurrentes – fait l'objet de débats de plus en plus nourris dans les ouvrages consacrés aux pratiques anticoncurrentielles. Il fait remarquer que l'actionnariat commun est un thème différent de celui des participations croisées, que le Comité a examiné en 2008. Il souhaite la bienvenue au panel d'experts qui représentent différents points de vue sur le sujet, et notamment celui des investisseurs institutionnels. Il remercie en outre les délégations qui ont soumis des contributions nationales.

Le Président explique que l'audition sera structurée en trois parties, portant sur : 1) les théories sur le préjudice et les analyses empiriques de l'impact de l'actionnariat commun, y compris les critiques à l'égard des arguments avancés ; 2) les positions des délégations et des représentants du secteur ; et enfin 3) les solutions que pourrait apporter une action des pouvoirs publics ainsi que les inconvénients des propositions formulées. Il souligne que les débats serviront avant tout à présenter les différents arguments rencontrés dans la littérature sur le sujet, et permettront aux délégués d'en tirer leurs propres conclusions.

Le Président invite ensuite le Secrétariat à présenter le sujet. Le **Secrétariat** résume les principaux constats qui se dégagent du document de référence et souligne que les éventuels problèmes de concurrence posés par l'actionnariat commun se concentrent peut-être surtout dans les secteurs les plus concentrés.

Le Président remercie le Secrétariat d'avoir ainsi posé les jalons des débats qui s'ouvrent et signale que l'actionnariat commun est également examiné par divers autres comités de l'OCDE, notamment le Comité sur la gouvernance d'entreprise, qui peuvent envisager ce thème dans une perspective différente. Lorsque des thèmes font ainsi l'objet d'un intérêt transversal, le Président indique qu'il est important de prendre en considération différents points de vue afin de trouver une position commune pour aller de l'avant.

Avant de donner la parole aux intervenants, le Président leur demande d'annoncer leurs liens éventuels avec le secteur. Daniel O'Brien signale que deux de ses articles sur l'actionnariat commun ont été en partie financés par l'Investment Company Institute (ICI), mais ils sont en cours d'édition pour paraître dans une publication avec revue par les pairs et ne sont plus financés par l'ICI.

1. Les théories sur le préjudice et les analyses empiriques de l'impact de l'actionnariat commun, y compris les critiques qu'elles suscitent

Ouvrant les débats, le Président invite **M. Martin Schmalz**, de l'Université du Michigan, à résumer les principales conclusions qui se dégagent des recherches empiriques sur les effets néfastes potentiels de l'actionnariat commun. M. Schmalz commence par mettre en lumière certains points clés, soulignant ce qui constitue, à son avis, des idées fausses sur le sujet. Premièrement, il fait remarquer que, pour qu'il y ait concurrence, il faut que les

acteurs soient incités à jouer le jeu de la concurrence. Si des actionnaires séparés peuvent offrir aux entreprises de telles incitations, M. Schmalz estime que ce n'est peut-être pas le cas en présence d'un actionnariat commun.

Eu égard à des arguments du type « la propriété des actions n'est pas en corrélation avec le contrôle exercé », M. Schmalz montre des exemples dans lesquels les dix plus gros actionnaires d'entreprises concurrentes détiennent une part suffisamment grande du capital pour contrôler conjointement une entreprise. Il souligne que des effets anticoncurrentiels peuvent aussi survenir sous forme d'une « erreur par omission », lorsque les entreprises ne sont pas incitées à se livrer concurrence, sans intention explicite de la part des investisseurs et sans collusion entre les entreprises. En d'autres termes, il se peut que les actionnaires possédant un portefeuille diversifié n'encouragent pas les entreprises à soutenir la concurrence parce qu'ils n'ont pas d'incitation à participer à la stratégie concurrentielle de l'entreprise. Rien ne vient prouver que ces actionnaires encouragent une concurrence plus vive, alors que des indices prouvent le contraire. Il cite un exemple, dans le secteur aérien, où une décision qui provoque une baisse du cours de l'action d'une compagnie aérienne serait compensée par une hausse du cours de l'action de ses concurrents, du point de vue d'un investisseur qui possède des participations dans toutes les compagnies du secteur.

Il note en outre que ces théories ne sont pas nouvelles. Ainsi, des études constataient, il y a déjà 30 ans, que l'actionnariat commun se traduisait par une situation de monopole, et que c'étaient les fonds communs de placement concentrés sur des secteurs précis qui causaient le plus de préjudice. Il souligne que ce problème n'est pas nécessairement spécifique au secteur aérien. Aux États-Unis, par exemple, les marchés bancaires présentent des structures d'actionnariat et des effets sur les prix qui y ressemblent beaucoup.

Le Président demande ensuite à **M. Einer Elhauge**, de la Harvard Law School, de donner son point de vue sur l'incidence potentielle de l'actionnariat commun sur la concurrence. Tout d'abord, M. Elhauge précise la différence entre actionnariat horizontal et actionnariat commun. Si l'actionnariat commun concerne des entreprises qui sont en relation verticale ou liées à un conglomérat, l'actionnariat horizontal désigne des situations où des concurrents horizontaux partagent les mêmes actionnaires principaux.

M. Elhauge concentre en partie ses observations sur la rémunération des dirigeants, et plus particulièrement la rémunération fondée sur les incitations, et explique qu'elle peut encourager les cadres à prendre en considération non seulement la performance de leurs entreprises mais aussi celle du secteur dans son ensemble. Il estime que ce phénomène peut être lié à l'actionnariat horizontal, car les actionnaires horizontaux retirent en réalité davantage de profit de leurs investissements si le secteur se porte bien que si seule une entreprise isolée prospère. Il fait remarquer que ces mécanismes de rémunération offrent une incitation directe à atténuer la concurrence.

En ce qui concerne l'actionnariat horizontal, il explique que, sur la période allant de 1999 à 2014, la probabilité que deux grandes entreprises concurrentes aient un gros actionnaire en commun a connu une hausse spectaculaire – de 16 à 90 %. Sur la même période, l'écart entre les investissements des entreprises et leurs bénéfices a augmenté. De plus, une analyse de régression a établi que cet écart était déterminé par le niveau de l'actionnariat horizontal dans les secteurs concentrés.

Le Président demande ensuite au **Royaume-Uni** de décrire le degré d'actionnariat commun dans l'économie britannique. L'autorité britannique de la concurrence et des marchés (Competition and Markets Authority – CMA) a examiné la structure de l'actionnariat dans trois secteurs clés au Royaume-Uni : la banque, l'assurance et l'épicerie de détail.

S'agissant du marché bancaire, elle a détecté la présence d'un actionnariat commun, mais ce secteur est moins concentré qu'aux États-Unis. De plus, la plupart de ces actionnaires possèdent des participations dans quelques banques seulement. Par comparaison avec le marché bancaire, le degré d'actionnariat commun est moins apparent dans les secteurs des assurances générales et de l'épicerie au détail.

D'après la CMA, l'actionnariat commun soulève les questions suivantes : 1) les entreprises isolées qui n'ont que des actionnaires concentrés suffisent-elles à remédier aux problèmes de concurrence ? 2) par quel mécanisme de transmission les investisseurs relativement petits influent-ils sur la gestion des entreprises ? 3) quel est le rôle du vote par procuration ? et 4) quelle est l'importance de la diversification intrasectorielle pour la solidité prudentielle ?

Il est ensuite demandé à l'**Allemagne** de présenter l'étude menée en 2016 par la Commission allemande des monopoles (Monopolkommission) sur l'actionnariat commun. Le rapport concluait que, même si la part du capital détenue est aussi faible que la capacité officielle d'influer sur les décisions stratégiques, l'actionnariat institutionnel commun a cependant la possibilité de fausser la concurrence. Si les investisseurs détiennent des participations dans plusieurs entreprises opérant sur le même marché, leur intérêt sera de maximiser le rendement qu'ils retirent de toutes leurs actions. Ainsi, l'investisseur peut considérer que la concurrence entre les entreprises de son portefeuille n'est pas souhaitable parce qu'elle pèserait sur les prix et la marge bénéficiaire de ces entreprises, et si plusieurs indices détiennent des actions dans plusieurs sociétés opérant sur le même marché, le risque d'éliminer la concurrence est encore plus grand, parce que les investisseurs ont alors un intérêt commun à réduire la concurrence dans l'ensemble du secteur.

La Commission des monopoles a effectué une analyse empirique pour déterminer s'il existait des « constellations » problématiques de détentions de participations minoritaires par des investisseurs institutionnels en Allemagne. Les données ont montré que l'actionnariat commun était particulièrement présent dans le secteur manufacturier, en particulier dans la fabrication de matériel informatique, optique et électronique, ainsi que dans la construction de machines et de véhicules. Si ce degré d'actionnariat commun ne signifie pas nécessairement qu'il existe des problèmes de concurrence dans ces secteurs, il laisse néanmoins penser que des recherches et précisions supplémentaires s'imposent avant de pouvoir formuler des recommandations d'action concrètes.

Ensuite, **Daniel O'Brien**, Vice-président exécutif de Compass Lexecon, prend la parole pour faire part de son opinion sur les arguments théoriques et empiriques concernant les effets de l'actionnariat commun sur la concurrence. M. O'Brien fait tout d'abord remarquer que tout le monde est d'accord pour dire que l'actionnariat commun sur des marchés concentrés peut nuire à la concurrence si les niveaux de participation sont assez élevés. La controverse porte plutôt sur les effets anticoncurrentiels de l'actionnariat commun lorsqu'il s'agit de *participations minoritaires*. Il souligne que l'actionnariat commun est souvent le fait d'investisseurs institutionnels qui offrent d'importants bénéfices aux investisseurs de détail. Les investisseurs institutionnels ont permis la diversification des portefeuilles des petits actionnaires. Un investisseur institutionnel peut prendre des positions dans un panier d'actions et diversifier les portefeuilles de milliers de petits actionnaires en une seule fois, ce qui génère de gros avantages.

D'après M. O'Brien, une question critique et non encore élucidée dans ce débat est celle de savoir comment les entreprises se comportent lorsque les actionnaires ont des intérêts divergents. Plus précisément : 1) dans quelle mesure les actionnaires institutionnels exercent-ils le contrôle qui est nécessaire pour produire des effets anticoncurrentiels ?

et 2) quelle importance l'entreprise accorde-t-elle aux actionnaires non communs qui peuvent avoir des intérêts différents de ceux des actionnaires communs ? Il est essentiel de comprendre comment l'actionnariat minoritaire se traduit par un contrôle, puisque rien ne permet de supposer que le contrôle est proportionnel à la participation détenue.

M. O'Brien expose des raisons supplémentaires d'être sceptique face aux arguments affirmant que l'actionnariat commun a des effets anticoncurrentiels. Premièrement, il souligne que la législation sur l'obligation fiduciaire impose à l'entreprise d'agir dans l'intérêt de celle-ci et de ses actionnaires. Si elle accède aux demandes des actionnaires diversifiés aux dépens des actionnaires non diversifiés, cela revient techniquement à violer ce devoir fiduciaire. M. O'Brien soulève aussi la question de savoir si l'actionnariat minoritaire se traduit par le type d'influence qui serait requis pour produire des effets anticoncurrentiels. Même si ce type d'actionnariat se traduit par un certain degré de contrôle, M. O'Brien est d'avis que la question porte sur les incitations qu'ont les investisseurs institutionnels et sur les contacts qui se nouent éventuellement pour inciter les cadres à prendre des mesures anticoncurrentielles. Il note qu'il existe une grande diversité de fonds et d'institutions, dont certains reposent sur un actionnariat commun, un actionnariat croisé ou un actionnariat multiple, et d'autres non. Ainsi, il serait difficile pour les dirigeants de choisir quels actionnaires favoriser dans le cas d'un éventuel comportement anticoncurrentiel. C'est particulièrement le cas parce que les investisseurs peuvent détenir des participations non seulement dans des concurrents horizontaux mais aussi dans des fournisseurs et des clients. Enfin, M. O'Brien remet en question les modèles empiriques qui concluent à un préjudice résultant de l'actionnariat commun, et plus particulièrement leur traitement de l'indice de Herfindahl-Hirschmann modifié.

Une autre voix sceptique est celle de **Daniel Rubinfeld**, de New York University, qui présente certains des arguments qu'il a formulés avec son co-auteur, Edward B. Rock (aussi de NYU). Il précise tout d'abord que ses commentaires seront centrés sur le secteur aérien, au sujet duquel il possède une expérience considérable, y compris de nombreuses affaires antitrust dans lesquelles il représentait les autorités répressives.

M. Rubinfeld examine la question de savoir si la détention de participations minoritaires par des investisseurs institutionnels sur un marché oligopolistique comprenant quatre grands transporteurs aurait un effet sur la tarification des services aériens. La structure du secteur aérien aux États-Unis – trois grands transporteurs établis de longue date, plusieurs compagnies à bas coûts et de nombreuses compagnies à coûts ultra faibles – rend difficile une analyse empirique. Un grand nombre d'études empiriques ont constaté que la rentabilité d'une certaine route dépendait en grande partie non seulement du nombre de concurrents mais aussi de la présence ou de l'absence de transporteurs à bas coûts. La menace même de l'entrée d'une compagnie à bas coûts fait une différence, qui à elle seule peut faire baisser les prix sur certaines liaisons.

M. Rubinfeld indique qu'il n'y a pas de preuve flagrante de l'existence d'une relation entre le pouvoir de marché et l'actionnariat commun. Il estime que le point clé, à savoir la relation de cause à effet entre ces deux éléments, reste indéterminé. Il fait remarquer qu'il existe, aux États-Unis, certaines liaisons sur lesquelles les compagnies aériennes ont un pouvoir de marché considérable, qui génère de la rentabilité, tandis que sur d'autres routes c'est l'inverse qui est vrai. Il note aussi que la participation des investisseurs dans les transporteurs aériens a évolué au fil du temps. Par conséquent, toute étude empirique devrait tenir compte de deux facteurs : 1) les changements dans la composition des participations au capital et 2) l'évolution des conditions concurrentielles dans le secteur, et

notamment la question de savoir si des compagnies à bas coûts sont en concurrence avec des transporteurs à coûts ultra faibles.

Il conclut en indiquant que, à son avis, il n'existe pas de mécanisme ou de relation de contrôle évidents qui permettraient de tirer des conclusions quant à l'incidence de l'actionnariat commun sur la concurrence. Il évoque toutefois la possibilité qu'il y ait une forme ou une autre de coordination tacite émanant de la nature oligopolistique du secteur aérien, qui peut dans le même temps générer aussi des avantages résultant de la croissance de grands réseaux. La question de savoir si l'élimination de la structure oligopolistique du secteur aérien procurerait des avantages aux consommateurs n'est, à son avis, pas tranchée.

Ensuite, le Président donne la parole à **Mme Barbara Novick**, Vice-Présidente de BlackRock Investment Management LLC, pour qu'elle présente une opinion émanant du secteur de la gestion d'actifs. Mme Novick commence par préciser le rôle que jouent les gestionnaires d'actifs. Elle estime en effet qu'une partie de la littérature sur l'actionnariat commun confond gestionnaires d'actifs et détenteurs d'actifs. Elle souligne que les gestionnaires d'actifs sont des agents fiduciaires, c'est-à-dire qu'ils sont mandatés par leurs clients, dénommés détenteurs d'actifs, comme des fonds de pension, des compagnies d'assurances, des fonds souverains ou des particuliers. Par exemple, BlackRock gère 6 000 milliards de dollars, ce qui ne signifie pas que BlackRock soit propriétaire de ces actifs. De fait, BlackRock ne détient aucun de ces actifs. Étant donné que les actifs sous gestion appartiennent aux clients, les résultats des placements appartiennent aussi aux clients.

Mme Novick souligne aussi que BlackRock gère des milliers de portefeuilles, qui peuvent être assortis de mandats spécifiques extrêmement différents les uns des autres. Certains portefeuilles sont des structures de placement collectif, comme les fonds communs de placement, et une grande partie des actifs gérés par BlackRock sont détenus sur des comptes séparés. Par exemple, si un plan de pension ou un fonds souverain donne à BlackRock un mandat pour gérer des actifs pour son compte, les actifs restent inscrits au bilan de leur détenteur. Mme Novick indique qu'il est important d'avoir conscience de cette relation pour comprendre qu'il n'existe pas, à son avis, d'incitation à provoquer des effets anticoncurrentiels.

Lorsqu'on cherche à appréhender l'incidence de l'actionnariat commun sur les incitations concurrentielles, note Mme Novick, il importe de ne pas perdre de vue le fait que les gestionnaires d'actifs sont soumis à une réglementation tant au niveau de l'entreprise que du produit. Certains règlements précisent que l'obligation fiduciaire inclut l'exercice du droit de vote afférent aux actions des entreprises gérées. Dans ce contexte, Mme Novick explique aussi le concept de gestion avisée des placements. Les gestionnaires d'actifs doivent décider s'ils vont prendre eux-mêmes les décisions en matière de vote ou s'ils vont déléguer cette fonction à une société de conseil mandatée pour ce faire. Au cours des dix dernières années, de nombreux clients ont encouragé leurs gestionnaires d'actifs à faire usage de leur droit de vote par procuration et à devenir des fiduciaires et des gestionnaires plus dynamiques. BlackRock s'appuie sur une équipe d'une trentaine de professionnels de la gestion de placements qui sont considérés comme des investisseurs actifs, mais non activistes, axés sur une perspective à long terme plutôt qu'à la recherche de bénéfices à court terme.

Pour ce qui est de leurs priorités d'engagement, Mme Novick affirme que BlackRock se concentre sur les questions de gouvernance, d'objectifs stratégiques à long terme, de rémunération, de divulgation des informations relatives aux risques climatiques et de capital humain. Comme en témoignent les statistiques sur les scrutins, BlackRock ne vote

pas systématiquement avec ou contre la direction. Elle souligne que BlackRock est une société indépendante et transparente quant à ses engagements : elle publie ses directives de vote, ses priorités d'engagement, ses échanges avec les PDG et son historique de vote annuel, ainsi qu'un rapport trimestriel sur ses activités en matière de participation et de votes. Les activités de gestion avisée des placements n'incluent pas de débats sur l'élaboration ou la tarification des produits des entreprises concernées.

Un autre sujet de confusion, estime Mme Novick, est celui des seuils de déclaration. Dans de nombreuses juridictions, les investisseurs institutionnels sont tenus de déclarer les actions qu'ils détiennent, indépendamment du type de portefeuille (comptes séparés ou fonds amalgamés) et de stratégie d'investissement en jeu (active ou passive). Le seuil de déclaration est toutefois un concept réglementaire qui ne reflète pas les intérêts économiques ni les différences sur l'ensemble d'un portefeuille. Mme Novick souligne aussi que, si BlackRock fait usage de son mandat de vote pour les actions qu'il gère, il n'a aucun intérêt économique dans ces entreprises. Mme Novick clarifie par ailleurs la question des services de conseil en vote par procuration. Comme l'a fait observer la Commission allemande des monopoles, il existe une certaine concentration des droits de vote. D'après les estimations de BlackRock, les sociétés de conseil en vote par procuration détermineraient entre 10 et 25 % des votes dans les assemblées d'actionnaires, en fonction de la base d'investisseurs et de la taille de l'entreprise.

Enfin, Mme Novick rappelle la différence entre détenteurs et gestionnaires d'actifs. BlackRock est un gestionnaire d'actifs. Les détenteurs d'actifs, pour leur part, sélectionnent généralement un petit nombre d'entreprises dans lesquelles investir, et une partie de ces placements peuvent inclure l'exigence de siéger au conseil d'administration. BlackRock, au contraire, en tant que gestionnaire d'actifs, n'a pas de siège au conseil, pas plus que d'incitation économique à décourager la concurrence. Par exemple, pour revenir au secteur aérien mentionné plus tôt, les compagnies aériennes représentent moins de 1 % des grands indices boursiers mais, pour 99 % des entreprises incluses dans ces indices, les compagnies aériennes peuvent être une composante de leur fonction de coût, ce qui amène à se demander pourquoi un actionnaire commun pourrait être incité à relever les coûts sur une petite fraction des entreprises tandis que toutes les autres entreprises du portefeuille subiraient le contrecoup d'une hausse des coûts.

Mme Novick en conclut que les théories concernant l'actionnariat commun sont certainement novatrices et provocatrices, mais qu'on ne peut guère leur accorder de crédit dès lors que l'on comprend comment fonctionne le secteur de la gestion d'actifs. Elle note que de nouveaux articles jettent le doute sur les hypothèses, la méthodologie et les conclusions d'études qui estimaient que l'actionnariat commun pouvait influencer sur le degré et l'intensité de la concurrence sur les marchés. Mme Novick en conclut que le débat théorique concernant l'influence qu'exerce sur la concurrence l'actionnariat commun par les gestionnaires d'actifs est loin d'être clos, et que toute analyse ultérieure devra intégrer le rôle que jouent les services de conseil en vote par procuration et les consultants en rémunération avant de pouvoir en tirer une quelconque conclusion.

Le **Président** prend note du désaccord entre les intervenants au sujet des conclusions des études empiriques relatives aux effets de l'actionnariat commun, et rappelle que la table ronde est destinée à ouvrir les débats plutôt qu'à apporter une réponse définitive aux questions qui se posent. Il demande ensuite à M. Schmalz de réagir aux exposés et observations entendus jusqu'à ce point.

Premièrement, **M. Schmalz** fait remarquer que, puisque les fonds communs de placement facturent un pourcentage de la valeur des actifs qu'ils gèrent, la valeur des actifs augmente

lorsque la concurrence diminue, de sorte que, à son avis, les incitations des investisseurs sont alignées sur les intérêts des propriétaires ultimes de ces actions. S'agissant des participations au capital de fournisseurs et de clients, M. Schmalz ne pense pas qu'une entreprise facturerait des prix plus bas à l'ensemble de ses clients simplement parce qu'elle a des intérêts dans l'une des entreprises clientes. Certes, l'actionnariat commun vertical existe, mais aucune théorie n'affirme que cela contredirait les effets anticoncurrentiels de l'actionnariat commun ou horizontal. De plus, s'il admet l'existence d'une hétérogénéité des portefeuilles, il semble néanmoins que les grands gestionnaires de placements ne votent pas différemment sur leurs différents portefeuilles, ce qui laisse penser que cette hétérogénéité n'influe pas sur les décisions de vote.

2. Positions des délégations

Passant aux contributions des pays, le Président se tourne vers la **Slovénie** pour entendre une description de l'examen récemment mené à propos d'une transaction impliquant un fonds souverain qui investit dans de multiples entreprises au sein d'un même secteur. La Slovénie explique que les deux plus grands fonds de gestion d'actifs du pays sont entièrement détenus par l'État et sont autorisés à gérer les participations de l'État au capital de nombreuses entreprises. L'un de ces fonds a été créé pour gérer les actifs du deuxième pilier du régime de retraite, tandis que l'autre est destiné à gérer les participations de l'État dans plus d'une centaine d'entreprises. Ces fonds participent aux assemblées générales d'actionnaires des entreprises en question ; ils désignent en outre leurs représentants aux conseils de surveillance. Du point de vue de la concurrence, ces fonds constituent avec l'État une seule et même unité économique, de sorte que la participation dans chaque entreprise est égale à la somme des parts de ces deux fonds plus la part de l'État.

L'Autorité slovène de la concurrence a récemment reçu un avis de fusion concernant ces deux fonds et un autre fonds, étranger, qui envisagent de prendre ensemble le contrôle de la plus grande entreprise du pays opérant sur les marchés des services hôteliers et des établissements thermaux. L'analyse indique que les acquéreurs ont de nombreuses relations interentreprises, y compris des participations minoritaires dans des concurrents de la société ciblée, avec des parts comprises entre 16 et plus de 40 %. Les acquéreurs ont en outre nommé des représentants au conseil de surveillance de certains des concurrents de la société ciblée. Qui plus est, l'analyse a mis en évidence le cumul de mandats d'administrateur, qui pourrait conduire à des effets non seulement coordonnés mais aussi unilatéraux. La Slovénie signale que les parties ont proposé des mesures comportementales pour remédier à ces problèmes, mais que la procédure n'est pas close.

Le **Mexique** explique comment l'Institut fédéral des télécommunications (IFT) analyse le degré d'influence qu'exerce un investisseur détenant des actions dans des entreprises concurrentes et, plus précisément, comment il définit une « influence notable ». Le Mexique fait tout d'abord remarquer qu'il est courant, dans les secteurs audiovisuel et des télécommunications du pays, que des investisseurs institutionnels détiennent des participations dans des entreprises cotées en bourse. L'actionnariat institutionnel commun est un facteur pris en considération dans l'analyse de certaines affaires de fusion. Dans ses décisions récentes, l'IFT a considéré l'influence notable comme la capacité d'un agent économique à participer ou intervenir de façon importante, directe ou indirecte, par tous moyens, dans des décisions relatives à l'administration de l'entreprise ainsi que dans la définition de ses politiques et sa gestion. Cette analyse est effectuée au cas par cas et l'IFT fait appel à certains indicateurs pour cerner le pouvoir d'influencer, comme 1) la possibilité

ou le droit de désigner ou d'écarter un administrateur ou un cadre important ; 2) le pourcentage d'actions avec droit de vote détenues – l'IFT place la barre à 10 % pour l'influence ; et 3) le cadre régissant la gouvernance, l'obligation de rendre compte et les pratiques des investisseurs en matière de placement.

Le Mexique indique qu'il est reconnu, dans la pratique internationale, qu'il existe un risque élevé de coordination lorsque des relations structurelles lient des agents économiques qui sont en concurrence sur un ou plusieurs marchés. Afin d'évaluer ce risque, l'IFT examine la structure du marché et son degré de concentration, ainsi que les intérêts financiers que ce lien structurel représente pour chacune des parties. L'IFT détermine aussi si ce lien structurel laisse néanmoins les parties libres d'agir en toute indépendance. L'IFT a étudié plusieurs fusions impliquant un actionnariat commun, mais aucun de ces dossiers n'a abouti à la conclusion que la concurrence était faussée et ce, essentiellement parce que les investisseurs institutionnels en question n'avaient pas le droit de désigner des membres du conseil d'administration, des dirigeants ou des cadres, ni de les écarter ou d'opposer un veto à leur encontre. L'une de ces affaires, une transaction entre propriétaires de chaînes de télévision, a été réglée à certaines conditions. L'IFT a pris en considération dans cette affaire le degré de concentration du marché, la présence de contacts multimarchés, le faible nombre de concurrents sur les marchés, l'actionnariat commun et l'existence d'obstacles à l'entrée.

Le **Portugal** fait part de son expérience en matière d'actionnariat commun et de la création d'un Registre central des bénéficiaires effectifs. Au Portugal, une affaire de fusion a récemment donné l'occasion d'ajuster la panoplie des outils permettant d'évaluer les effets des fusions sur la concurrence. Cette fusion verticale supposait le rachat par SIBS (qui exerce un quasi-monopole dans les services de traitement des paiements) de la filiale d'UNICRE chargée des services d'acquisition de paiements. Il existait un degré élevé d'actionnariat commun entre les parties, et la transaction allait créer un lien supplémentaire sous forme de participation minoritaire. Étant donné que l'effet d'une acquisition de parts minoritaires n'allait pas être mis en évidence par l'indice de Herfindahl Hirschmann, le Portugal a décidé d'utiliser la version modifiée de cet indice pour évaluer l'incidence de cette fusion sur la concurrence. Le Portugal a également effectué une simulation de la fusion, qui illustre les éléments verticaux de l'actionnariat commun et l'aspect double du marché, pour estimer l'incidence de la fusion sur les incitations afférentes aux prix. En ce qui concerne les aspects verticaux, les autorités ont constaté que, en raison de l'actionnariat commun, les banques étaient incitées à faire appel aux services de traitement des paiements pour exclure de nouveaux entrants sur le marché.

Enfin, le Portugal souligne que le Registre central des bénéficiaires effectifs, qui est entré en vigueur en novembre 2017, fournit des informations sur la propriété de toutes les entreprises qui sont enregistrées directement ou indirectement via des tiers. Le registre peut être utilisé non seulement pour recenser tous les actionnaires de chaque entreprise, mais aussi pour détecter d'éventuels cas de communications anticipées, parce que les changements doivent être notifiés, au risque de se voir imposer une pénalité.

Le Président demande alors au **Brésil** d'expliquer les normes qu'applique le pays lors des fusions annoncées par les investisseurs institutionnels. L'Autorité brésilienne de la concurrence (CADE) explique que, lorsque les acquisitions n'atteignent pas le seuil minimal de 20 % des parts du capital, la CADE ne mène généralement pas d'enquête sur la présence d'un actionnariat institutionnel commun. De plus, la CADE ne traite que des acquisitions directes entre concurrents, à l'exclusion de celles qui sont effectuées par des investisseurs possédant un portefeuille diversifié. La CADE a toutefois étudié un cas

d'actionnariat commun dans une affaire de fusion : le dossier avait été déposé par les sociétés Kroton et Estácio, toutes deux actives sur le marché de l'enseignement sur site et à distance au Brésil. La fusion a été interdite parce qu'elle risquait de fausser la concurrence sur le segment présentiel du fait de l'existence d'un investisseur commun, qui détenait des participations minoritaires dans chacune des sociétés. Avant que la transaction soit notifiée aux autorités, l'investisseur institutionnel avait voté en faveur de la fusion lors de l'assemblée générale des actionnaires des deux sociétés concurrentes, alors qu'il avait clairement des intérêts acquis dans ce dossier.

Du point de vue de la concurrence, cette affaire est un marqueur important de la façon dont un investisseur institutionnel peut exercer une influence notable sur les processus de prise de décision en rapport avec la concurrence, et potentiellement la fausser. Cependant, à l'exception de cette affaire, la CADE n'a pas mené de débats plus approfondis sur l'analyse de l'actionnariat institutionnel commun. C'est une position qui pourrait changer à l'avenir, compte tenu de l'intensification de l'activité sur les marchés de capitaux au Brésil.

Ensuite, l'**Argentine** explique l'analyse qu'elle a menée sur l'actionnariat commun lors de récentes affaires de fusion dans les télécommunications et le secteur des hydrocarbures. L'acquisition par Telefónica Espagne de participations dans Telecom Italia a entraîné l'acquisition de participations minoritaires ; l'analyse a toutefois révélé que ces participations minoritaires offraient à l'acquéreur une influence substantielle dans la société cible. Dans ce cas, les parties ont proposé des solutions pour cantonner les deux entreprises (muraille de Chine). Dans le secteur des hydrocarbures, l'analyse des autorités a abouti au résultat opposé. Les investisseurs ont acquis des actions dont le nombre n'était pas suffisant pour qu'ils puissent exercer une influence significative. L'Argentine a conclu que même en l'absence d'influence substantielle, les participations minoritaires peuvent faciliter la collusion et doivent, à ce titre, être prises en considération dans l'analyse des effets d'une fusion.

3. Solutions possibles pour faire appliquer la loi et réglementer le marché

La dernière partie du débat porte sur les solutions qu'il serait possible d'apporter aux problèmes recensés dans le contexte de l'actionnariat commun, eu égard à l'application du droit de la concurrence et à la réglementation du marché. Le Président donne la parole aux experts – M. Elhauge, M. Schmalz, M. Rubinfeld et M. O'Brien – puis à l'UE et aux États-Unis. Enfin, Mme Novick clora le débat en présentant le point de vue du secteur.

Aux yeux de **M. Elhauge**, la question est de savoir si le cadre législatif existant permet de résoudre les problèmes que pose potentiellement l'actionnariat commun. Il estime que la législation américaine (la loi dite Clayton Act) est en mesure de traiter ce problème. En effet, elle bloque toute acquisition d'actions qui est susceptible d'avoir des effets anticoncurrentiels et ne requiert pas l'obtention d'un contrôle ni même d'une influence. L'exemption accordée à l'investisseur passif (c'est-à-dire applicable aux acquisitions réalisées à des fins de placement uniquement) ne constitue pas, à son avis, un obstacle et ce, pour deux raisons. La première est que l'exemption ne s'applique que dans le cas où une transaction est réalisée à la seule fin d'effectuer un placement, ce qui signifie que l'investisseur n'a pas d'influence ni de droits de vote, une hypothèse très improbable dans ce genre d'affaires. La deuxième est que, même lorsque des actions sont acquises à des seules fins de placement, cela ne ferait que modifier le critère de preuve en exigeant des données factuelles quant aux effets anticoncurrentiels effectifs ou potentiels. De l'avis de

M. Elhauge, de tels dossiers devraient faire l'objet d'une enquête si 1) le niveau d'actionnariat horizontal est élevé et 2) la transaction s'effectue sur un marché concentré.

Il note en outre que ces préoccupations peuvent aussi être abordées au titre du Sherman Act, qui considère comme illégaux tout contrat, toute association prenant la forme d'un trust ou autre, et toute conspiration pour restreindre les échanges. Pour M. Elhauge, l'actionnariat horizontal relève de cette règle puisqu'il suppose la conclusion d'un contrat entre des entreprises et des investisseurs possédant un portefeuille diversifié, donnant aux actionnaires horizontaux des droits de vote et des droits financiers. Il note aussi que, historiquement, la raison pour laquelle le droit de la concurrence s'appelle aux États-Unis législation antitrust est que son objectif est d'interdire les trusts qui sont, en fait, une forme d'actionnariat horizontal. La différence essentielle avec la version historique du trust est que les éventuels gains d'efficacité de l'actionnariat horizontal moderne en font un objet d'analyse au cas par cas (*rule of reason*) plutôt que d'interdiction absolue (*per se*). Une multiplicité de participations minoritaires horizontales crée une agrégation d'effets anticoncurrentiels, à l'instar des affaires qui impliquent des accords d'exclusivité ou des ententes verticales sur les prix.

Pour ce qui est de l'applicabilité du droit européen de la concurrence, M. Elhauge fait observer que les règles de l'UE en matière de contrôle des fusions sont indéniablement plus restrictives que le Clayton Act, mais qu'elles peuvent couvrir des acquisitions d'actions qui donnent à un groupe d'actionnaires un contrôle de facto s'ils exercent ensemble une influence décisive. Il concède que l'application de la réglementation européenne des fusions à l'actionnariat horizontal ordinaire nécessiterait certains changements dans les pratiques répressives au niveau de l'UE, puisque celles-ci ont porté jusqu'à maintenant sur des affaires dans lesquelles des liens plus directs entre actionnaires créaient un contrôle conjoint. Il affirme cependant que la réglementation pourrait raisonnablement être interprétée de façon à couvrir aussi les cas ne présentant pas de tels liens directs, de même que l'ancienne réglementation des fusions était considérée comme s'appliquant aussi à des affaires de position dominante collective en l'absence de liens directs entre les entreprises concernées. Le meilleur argument à l'encontre d'une telle interprétation, explique-t-il, est que d'autres lois européennes sur la concurrence peuvent offrir une meilleure solution, étant donné que même cette interprétation de la réglementation européenne des fusions ne parviendrait pas à résoudre pleinement le problème de l'actionnariat horizontal, parce que les effets anticoncurrentiels de l'actionnariat horizontal ne dépendent pas du fait que l'on puisse prouver qu'un certain ensemble d'acquisitions horizontales d'actions a modifié le contrôle en conférant aux actionnaires horizontaux une influence décisive sur les activités commerciales des entreprises.

Une voie plus prometteuse, d'après M. Elhauge, consisterait à appliquer l'article 101 du Traité sur l'UE, qui couvre les ententes et les concertations entre sociétés ayant pour effet de restreindre la concurrence. Par exemple, dans l'affaire Philip Morris, la Cour européenne de justice considérait déjà que l'article 101 couvrait les acquisitions minoritaires d'actions si elles avaient pour effet d'influer sur un comportement anticoncurrentiel. En outre, l'article 101 traite des pratiques concertées qui vont au-delà des ententes, ce qui inclut tout contact indirect ayant pour effet d'influencer le comportement d'un concurrent. Or, l'actionnariat horizontal peut être considéré essentiellement comme un contact indirect ayant pour effet d'influencer le comportement des concurrents.

Enfin, il attire l'attention sur un autre aspect du droit européen de la concurrence qui a une portée plus large que le droit américain en la matière. L'article 102 couvre les cas de

position dominante exercée non seulement par une seule entreprise, mais aussi par un groupe d'entreprises, et l'un des abus couverts est celui des prix excessifs. Il arrive souvent que l'interdiction des prix abusifs ne soit pas appliquée, parce qu'il est difficile de définir en quoi consiste un prix « abusif » en situation de monopole, ou de l'éviter en situation d'oligopole, mais aussi parce que la fixation monopolistique des prix est une récompense recherchée par les entreprises qui ont investi et gagné au jeu de la concurrence. Cependant, contrairement à la fixation des prix par un monopole ou un oligopole, l'actionnariat horizontal ne présente pas ce type de difficulté. En effet, lorsque l'actionnariat horizontal accroît, de façon anticoncurrentielle, les bénéfices des entreprises concernées, il peut être interdit sans que les tribunaux aient à définir un niveau de prix acceptable, et il ne constitue pas la récompense recherchée d'un investissement supplémentaire qui a créé de meilleures options de marché ; au contraire, il crée une position dominante collective fondée sur des liens contractuels et structurels qui aboutissent à des prix abusifs. Enfin, M. Elhaug se dit sceptique quant au fait que l'obligation fiduciaire pourrait empêcher l'actionnariat horizontal d'avoir des effets anticoncurrentiels, puisque la fixation de prix anticoncurrentiels accroît les bénéfices de toutes les entreprises du secteur, y compris ceux des actionnaires non horizontaux.

Ensuite, **M. Schmalz** présente, à la demande du Président, d'autres propositions d'action formulées en réponse aux préoccupations suscitées par l'actionnariat commun. Posner, Scott Morton et Weyl proposent que, lorsqu'un investisseur détient moins de 1 % du capital d'entreprises concurrentes, on suppose qu'il n'exerce pas d'influence, et qu'il lui soit permis d'effectuer des placements indiciaires sans restriction. M. Schmalz fait remarquer que le plus grand fonds indiciaire au monde détient moins de 1 % du marché boursier américain. Cependant, lorsque les fonds d'un investisseur sont supérieurs à ce seuil (y compris dans le cas d'une famille de fonds qui, de facto, coordonne et centralise les votes), celui-ci devrait, pour l'essentiel, être tenu de choisir une entreprise par secteur. En théorie, cette proposition pourrait être très attrayante, parce qu'elle offre de grands avantages aux consommateurs et aux ménages ordinaires du fait qu'elle incite de nouveau les entreprises à se livrer concurrence. De plus, comme le note M. Schmalz, les partisans de cette approche font valoir que le fait d'avoir des participations plus concentrées dans moins d'entreprises incite davantage à améliorer la gouvernance des entreprises.

M. Schmalz indique que cette proposition s'est vu opposer plusieurs critiques. Pour lui, cependant, les décideurs publics ne devraient pas oublier que la vaste majorité des ménages ont plus à gagner d'une baisse des prix à la consommation que d'une hausse de la valeur d'un portefeuille d'actions, parce que la plupart des gens ne possèdent pas un gros portefeuille d'actions par rapport à leur panier de consommation. Même s'il est probable que cette proposition restreigne les possibilités de diversification pour les institutions, elle n'entraîne pas de restrictions pour les ménages, qui peuvent continuer à acheter des parts dans plusieurs fonds. S'agissant de la crainte que l'actionnariat commun menace les fonds indiciaires, il estime que la recherche de solutions aux problèmes anticoncurrentiels que pose l'actionnariat commun ne suppose pas la destruction des fonds indiciaires, et que l'actionnariat commun peut être plus prononcé dans le cas de fonds à gestion active, ou de fonds indiciaires qui sont concentrés sur un secteur particulier. Les autorités peuvent enquêter sur l'actionnariat commun lorsqu'il s'agit de fonds communs de placement à gestion active, de fonds spéculatifs, ou de fonds de capital-investissement, et elles peuvent restreindre ou surveiller la centralisation des droits de vote sur plusieurs fonds, tout cela sans toucher au modèle opérationnel des fonds indiciaires. Ainsi, les politiques publiques cherchant à restreindre l'actionnariat commun pourraient en réalité encourager une diversification plus poussée sur différents secteurs, et ne devraient pas avoir d'incidence sur les fonds indiciaires.

Le Président donne ensuite la parole à **M. Rubinfeld**, qui déclare tout d'abord que, dans le contexte américain actuel, les investisseurs institutionnels jouent un rôle positif en termes de participation au travers du vote par procuration. Ainsi, il conviendrait de rejeter toute action des pouvoirs publics qui serait assortie de préjugés quant à la situation actuelle et s'acheminerait vers des solutions qui n'offrent pas aux investisseurs la possibilité de participer. En l'absence de preuves irréfutables, il convient de ne pas envisager d'évolution radicale des politiques publiques. En particulier, les travaux empiriques sur le secteur aérien n'abordent pas les caractéristiques structurelles spécifiques à ce secteur. Une fois que l'on aura acquis une meilleure compréhension de la structure du secteur, il est probable que les effets observés dans les études empiriques seront attribués davantage à la puissance de marché qu'à l'actionnariat commun. M. Rubinfeld estime que les recommandations d'action ne devraient pas consister à amoindrir le soutien apporté à la croissance des fonds indiciels.

S'agissant des arguments juridiques avancés par M. Elhauge, selon lesquels des affaires pourraient être portées devant la justice en vertu de la section 7 du Clayton Act, M. Rubinfeld fait remarquer qu'il s'agit assurément d'une possibilité, mais que ces affaires auraient très peu de chances d'aboutir, compte tenu de la charge de la preuve. Cela serait particulièrement difficile lorsqu'il n'existe aucune preuve claire de contrôle, comme la représentation d'un investisseur au conseil d'administration. Eu égard à la suggestion de porter plainte en vertu de la section 1 du Sherman Act ou de l'article 101 du Traité sur le fonctionnement de l'UE, il indique que, en l'absence de preuve claire d'une entente, il est peu probable que ce soit possible. Il conclut en mettant en garde contre le risque d'adopter trop tôt des solutions trop rigoureuses.

Le Président demande aux **États-Unis** de réagir à certains des risques évoqués au sujet des mesures proposées en matière d'actionnariat commun. D'après les États-Unis, le cumul de mandats d'administrateur et l'actionnariat croisé entre plusieurs concurrents lorsqu'il existe clairement la possibilité d'un mécanisme de coordination ou de contrôle sont des situations déjà couvertes par la législation antitrust des États-Unis, et les deux organismes antitrust sont actifs dans ce domaine. À propos de l'actionnariat commun, le délégué fait remarquer que la science économique joue un rôle croissant dans la législation antitrust. La recherche en économie, par exemple, a permis d'apporter des changements au traitement juridique des restrictions verticales, ainsi qu'un ajustement des seuils relatifs aux parts de marché dans les directives sur les fusions horizontales. Les organismes publics doivent donc être conscients de l'évolution des travaux de recherche, y compris dans le domaine de l'actionnariat commun.

Les États-Unis soulignent cependant que les constatations empiriques sont au fondement d'une bonne politique antitrust. Cela implique de mieux comprendre le mécanisme par lequel l'actionnariat commun pourrait restreindre la concurrence. De plus, la législation antitrust s'applique à tous les secteurs, ce qui soulève la question de savoir si ces effets existent en dehors des deux secteurs – le transport aérien et la banque – qui ont été étudiés, et s'il existe une méthode scientifique permettant d'appliquer ces études à d'autres secteurs. Par ailleurs, il est difficile de déterminer clairement si ce sont certaines entreprises ou des conditions de marché sans équivalent qui créent les effets observés. Pour en revenir aux analyses empiriques, le délégué fait remarquer qu'il est nécessaire d'établir une compréhension beaucoup plus solide des causes, des effets et de la reproductibilité sur tous les secteurs pour pouvoir modifier le droit de la concurrence en réponse à des théories nouvelles et intéressantes – en particulier parce que cela pourrait avoir un effet néfaste sur les placements des consommateurs et leur possibilité de diversifier ceux-ci. Le délégué conclut que, compte tenu des recherches et débats en cours dans le monde universitaire, et

de leur stade précoce, les États-Unis ne sont pas disposés, à ce stade, à apporter la moindre modification à leurs dispositions en matière d'application de la loi, mais qu'ils envisageront des mesures répressives lorsqu'il existera suffisamment d'éléments probants indiquant que certaines acquisitions peuvent avoir pour effet de restreindre substantiellement la concurrence.

Le Président demande à **M. O'Brien** de faire part de son opinion quant à l'utilisation possible de l'indice de Herfindahl-Hirschman (HH) modifié pour établir une zone de sécurité pour les investisseurs. M. O'Brien propose de distinguer, pour ce qui est de la réponse des pouvoirs publics à la question de l'actionnariat commun, entre les niveaux micro et macroéconomiques. Au niveau macroéconomique, il s'agit de modifier les politiques publiques à l'égard de l'actionnariat minoritaire. À ce stade, estime-t-il, ni la théorie ni les faits ne militent en faveur de modifications à l'échelle macroéconomique vis-à-vis des participations minoritaires, parce qu'on ne sait pas précisément comment celles-ci se traduisent en contrôle ni comment les investisseurs institutionnels seraient incités à approuver des mesures anticoncurrentielles même s'ils exerçaient un contrôle. De même, il ne voit pas comment la rémunération des dirigeants pourrait conduire à des effets anticoncurrentiels.

M. O'Brien met en garde contre l'idée selon laquelle les entreprises sont davantage incitées à relever les prix en cas de participation partielle au capital des concurrents. Il semble plutôt qu'une telle conséquence ne se produit dans la littérature économique qu'en présence de certaines hypothèses de contrôle, qui sont décisives selon M. O'Brien. Il signale aussi que si les autorités de la concurrence prenaient des décisions fondées sur l'indice HH modifié, ce ne serait pas cohérent avec les seuils existants pour la zone de sécurité, lesquels sont fondés sur l'indice non modifié. Il affirme en outre que toute enquête sur une fusion qui analyserait l'actionnariat commun devrait mesurer celui-ci par rapport à la moyenne de l'économie, afin d'étayer d'éventuelles préoccupations quant au fait que l'actionnariat commun serait particulièrement problématique dans un cas donné.

Abordant ensuite le niveau microéconomique, il estime justifiés les efforts déployés pour rendre compte de l'actionnariat commun à l'aide de l'indice HH modifié et juge valable l'indice de pression sur la fixation des prix mis en place il y a dix ans, pour autant que les hypothèses en matière de contrôle soient claires. Par exemple, si la société 1 contrôle la société A et acquiert un intérêt financier dans la société B, qui est son concurrent, on peut s'attendre à ce que la société 1 tienne compte de son actionnariat partiel dans la société B lorsqu'elle prend des décisions à propos de la société A. Un deuxième exemple serait le cas dans lequel une entreprise a un actionnaire clairement contrôlant, même si les intérêts financiers sont dispersés, c'est-à-dire que l'actionnaire détient un intérêt contrôlant et la majorité des actions assorties d'un droit de vote, mais n'a qu'un intérêt financier minoritaire. M. O'Brien souligne que dans un tel cas, où un actionnaire contrôle deux entreprises concurrentes mais n'a qu'un intérêt financier minoritaire dans l'une des deux, les effets pourraient être particulièrement néfastes. Une analyse au cas par cas est nécessaire pour comprendre ces schémas d'actionnariat.

En conclusion, M. O'Brien estime qu'il convient de déterminer quel type d'influence peut exercer l'actionnariat commun, si cette influence génère des avantages ou des inconvénients, et si l'internalisation de l'actionnariat commun prend une forme anticoncurrentielle. Il souligne enfin qu'aucune analyse unique ne peut couvrir toutes les situations. Bien que la discussion n'ait pas permis de traiter le sujet en profondeur, si l'actionnariat commun facilite la collusion, il faut assurément en tenir compte.

Le Président donne ensuite la parole à **Mme Novick** pour qu'elle exprime son avis quant aux mesures proposées. Si le gestionnaire d'un portefeuille actif peut choisir de vendre les actions d'une entreprise dont la performance a été mauvaise ou qui ne correspond plus au profil d'investissement voulu, un gestionnaire indiciel, quant à lui, détient des parts dans toutes les entreprises de l'indice concerné et il ne peut pas exprimer sa désapprobation en vendant des actions de certaines sociétés. Ainsi, la responsabilité fiduciaire en matière d'engagement et de vote est plus importante que jamais. S'agissant de la proposition visant à limiter la part du capital détenue, que ce soit en la limitant à 1 % par société ou à une seule entreprise par secteur, Mme Novick constate que ces mesures pourraient s'appliquer à n'importe quel grand gestionnaire d'actifs, ou d'ailleurs à de grands détenteurs d'actifs diversifiés qui gèrent leurs actifs en interne. Cela inclurait de nombreux fonds de pension et fonds souverains. Elle affirme en particulier que ces propositions reviendraient à nier le concept de fonds indiciel, puisqu'un tel fonds reproduit la société de référence et les actions détenues dans cette société. Les fonds indiciels fournissent des capitaux patients, à long terme, à des milliers de sociétés. Les détenteurs de fonds indiciels sont des institutions, mais aussi des particuliers, qui peuvent acheter des parts directement, ou en détenir au travers de régimes de retraite à contribution définie. Par conséquent, il est probable que des millions de personnes issues de toutes les couches de la société ont investi de l'argent dans des fonds indiciels. Le remède proposé éliminerait les avantages de la diversification pour tous les secteurs concentrés. Or, il est nécessaire que les investisseurs soient en mesure de se diversifier au sein de secteurs donnés, mais aussi sur différents secteurs. De plus, on ne sait pas très bien qui pourrait décider de quelle entreprise unique chaque fonds d'investissement pourrait détenir des parts dans chaque secteur concentré. De même, il n'est pas évident de savoir comment les sociétés pourraient répartir les actions comprises dans la limite de 1 % sur différents portefeuilles si la limite s'applique au niveau du gestionnaire de fonds. Mme Novick fait remarquer qu'il est de notoriété publique que chaque entreprise publique en Europe est détenue directement à hauteur de quelque 2.5 % par un grand fonds souverain. Si ce détenteur d'actifs applique une méthode indicielle, la limite de 1 % du capital des entreprises opérant dans des secteurs concentrés poserait un problème immédiat à cet investisseur de même qu'à de nombreux autres investisseurs. En outre, le capital est actuellement réparti sur tous les secteurs, régions et capitalisations, alors que les règles proposées provoqueraient une concentration des allocations de capital, ce qui serait très préjudiciable aux émetteurs.

Au sujet de la proposition qui interdirait aux gestionnaires de voter par procuration et de s'engager dans les entreprises opérant dans des secteurs concentrés, elle signale que cette proposition est en contradiction directe avec les récents efforts des régulateurs, qui encouragent les entités à s'engager davantage dans la gouvernance d'entreprise. Elle fait remarquer que, à l'OCDE, un groupe de travail se penche sur l'engagement dans l'entreprise et, dans l'UE, la directive sur les droits des actionnaires encourage activement les gestionnaires et détenteurs d'actifs à s'engager aux côtés des entreprises en matière de performance à long terme et sur les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG). Au Royaume-Uni, les gestionnaires d'actifs sont encouragés à signer le code national de bonne gestion, établi par le conseil d'information financière. Il existe des codes similaires au Japon et aux Pays-Bas, signés par la plupart des gestionnaires d'actifs. De plus, le groupe pour la bonne conduite de l'investisseur, qui inclut des entités publiques et privées, a lui aussi publié un cadre de gestion avisée pour les investisseurs institutionnels et des principes de bonne gouvernance d'entreprise pour les sociétés américaines cotées en bourse. Les participants à ce groupe comptent plusieurs entités qui sont championnes de la gouvernance d'entreprise et des questions d'ESG. Alors que les autorités publiques débattent activement des moyens d'amener les gestionnaires d'actifs à s'exprimer

d'avantage sur les questions d'ESG, il semblerait curieux de recommander une restriction de l'engagement dans l'entreprise ou d'interdire le vote par procuration.

Mme Novick poursuit en soulignant que les gestionnaires d'actifs ne sont incités à réduire la concurrence dans aucun secteur concentré ni, à vrai dire, dans aucun secteur quel qu'il soit. L'actionnariat commun est une question différente lorsqu'il s'agit d'un investisseur direct, puisque celui-ci siège au conseil d'administration et a un intérêt économique direct dans les entreprises qu'il possède, contrairement à un gestionnaire d'actifs, qui joue un rôle d'agent. Elle estime en outre qu'on ne trouve nulle part dans la littérature de lien évident de cause à effet, pas plus que de preuve d'une relation entre actionnariat commun et préjudice pour le consommateur. Cependant, puisque des mesures sont proposées, il importe d'examiner l'incidence qu'elles pourraient avoir. Plus précisément, ces mesures nuiraient non seulement aux entreprises qui émettent des titres mais aussi aux investisseurs, lesquels comprennent de nombreux petits actionnaires, qui ne sont pas simplement des consommateurs mais également des investisseurs, souvent dans des fonds indiciels.

Elle fait ensuite remarquer que divers pays disposent déjà de mesures antitrust, qui auraient été appliquées dans un secteur spécifique s'il y avait eu un problème particulier. Ainsi, de l'avis de Mme Novick, il n'y a aucun besoin de mesure supplémentaire, comme une décision visant à limiter l'investissement des fonds à une seule entreprise par secteur ou à interdire aux investisseurs de prendre part aux votes.

Enfin, Mme Novick souligne que les articles initiaux sur l'actionnariat commun comportent, de son point de vue, des omissions critiques. Elle note en particulier que 1) l'article sur la rémunération des dirigeants ne tient pas compte du rôle que jouent les consultants en rémunération auprès des conseils d'administration des entreprises cotées ; et 2) aucun des documents ne mentionne le rôle des services de conseil en vote par procuration, qui influencent davantage de votes que n'importe quel gestionnaire d'actifs (on estime que les conseillers en vote par procuration contrôlent ou influencent entre 10 et 25 % de différents votes). De plus, Mme Novick indique qu'une partie de la littérature sur l'actionnariat commun confond gestionnaires d'actifs et détenteurs d'actifs. Pour illustrer cette différence, elle rappelle qu'un détenteur d'actifs siège au conseil d'administration, ce qui est fondamentalement différent d'un gestionnaire d'actifs, qui joue un rôle d'agent. Ces précisions montrent combien il est important d'écouter la voix des praticiens dans ce débat, en complément du modèle économétrique qui constitue la théorie.

La **Commission européenne** prend ensuite la parole, plus particulièrement pour revenir sur la déclaration de M. O'Brien à propos du fait que les décisions de l'autorité de la concurrence sont fondées sur l'indice HH modifié. La Commission européenne rappelle que sa décision à propos de la fusion entre Dow et DuPont, à laquelle M. O'Brien faisait référence, comportait une annexe entière consacrée à ce sujet, qui 1) rapportait des faits concernant l'ampleur de l'actionnariat commun dans ce secteur ; 2) documentait le fait que les grands actionnaires minoritaires exercent une influence plus grande que leur part du capital ; 3) décrivait les relations spécifiques qui existent entre les parties et leurs grands actionnaires ; 4) résumait la littérature économique ; et 5) étudiait les moyens possibles pour intégrer, grâce à l'indice HH modifié, l'existence d'un actionnariat commun. La Commission européenne précise en outre que sa décision reconnaissait les difficultés de ce sujet, en particulier les hypothèses relatives au contrôle qu'il faut poser pour calculer l'indice HH modifié, et ne tirait donc aucune conclusion fondée sur les niveaux de cet indice. Le représentant de la Commission européenne conclut son intervention en lisant le dernier paragraphe de cette annexe, qui affirme en substance : en foi de quoi la Commission considère que, de manière générale, le niveau des parts de marché utilisé par la Commission

aux fins de l'évaluation de la transaction sous-estime la concentration de la structure du marché et, partant, le pouvoir de marché des parties, et que l'actionnariat commun dans l'agrochimie doit être considéré comme un élément de contexte dont il faut tenir compte pour apprécier les éventuels obstacles importants à une concurrence efficace qui sont évoqués dans la décision.

4. Conclusions de la présidence

Enfin, le **Président** conclut l'audition en résumant les grands points qui ont émergé des débats. En premier lieu, il cite l'une des questions clés soulevées par M. O'Brien : « *peut-on comprendre aisément comment un actionnariat minoritaire donne lieu à un contrôle ?* » Il poursuit en faisant remarquer que la bataille autour des résultats empiriques peut être difficile à interpréter par les autorités antitrust et qu'il convient peut-être simplement, à ce stade, de reconnaître qu'il subsiste une importante controverse. Pour ce qui est des possibilités d'avoir recours aux arguments antitrust, le Président rappelle que les autorités antitrust relèvent des tribunaux, lesquels tendent à être très conservateurs lorsqu'il s'agit d'évaluer les preuves économiques. Les tribunaux préfèrent, pour des raisons de prévisibilité et de sûreté juridique, disposer d'une théorie bien établie et de controverses minimales quant aux données fondamentales des études empiriques. Ainsi, l'utilisation créative des dispositions antitrust existantes sera plus probablement un exercice de recherche qu'une issue probable. Par conséquent, il n'est pas certain, de l'avis du Président, que les instruments dont disposent les autorités de la concurrence soient à même de résoudre les problèmes de concurrence, à supposer qu'il y ait un problème relevant de la lutte antitrust.

Quant aux propositions de mesures examinées, le Président estime qu'elles relèvent davantage du législateur que des instances chargées de la concurrence. Il importe de noter que ces propositions pourraient avoir des conséquences non souhaitées et préjudiciables pour les secteurs concernés. Il fait observer que, de l'avis général, la politique de la concurrence ne doit pas viser à détruire les modèles opérationnels des investisseurs institutionnels, mais plutôt à déterminer s'il se pose un problème de concurrence suffisamment important et à comprendre comment il faut le régler. En conclusion, il souligne que les débats ont couvert de nombreux aspects du sujet et ont grandement bénéficié des différents points de vue des intervenants et des contributions des pays.