



HAL
open science

La propriété commune - Brève revue de la littérature récente

Alexis Penot

► **To cite this version:**

| Alexis Penot. La propriété commune - Brève revue de la littérature récente. 2020. hal-03058394

HAL Id: hal-03058394

<https://hal.science/hal-03058394v1>

Preprint submitted on 11 Dec 2020

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

La propriété commune - Brève revue de la littérature récente

Alexis Penot *

11 décembre 2020

La propriété commune repose sur l'idée d'entreprises concurrentes sur un marché qui compteraient des actionnaires identiques parmi leurs propriétaires. Il s'agit alors d'étudier les conséquences en termes de concurrence générale sur un tel marché sachant que l'on peut s'attendre que les entreprises atténuent la concurrence en produisant moins d'unités, augmentant les prix, réduisant les investissements, en innovant moins ou en limitant l'entrée sur des marchés nouveaux.

Cette revue est composée de d'une première section consacrée aux origines de la réflexion sur le sujet, la deuxième à la description de la montée en puissance de la propriété commune, la troisième aux chemins empruntés pour qu'elle ait une influence sur les entreprises, la quatrième à la caractérisation de ces effets et à ses critiques et une dernière conclut sur les conséquences pour la politique de la concurrence.

1 Les origines théoriques

Les questions relatives à la propriété des entreprises et à ses conséquences ne sont pas spécifiques à l'enjeu de la propriété commune. Ainsi, Hart (1979) entend réfléchir aux conditions dans lesquelles l'objectif de maximisation du profit pour une firme (et donc ses actionnaires) en étudiant précisément les conditions de la concurrence sur le marché sur lequel la firme opère.

Il montre alors que, dans un environnement de concurrence parfaite, la maximisation du profit semble un objectif adéquat. Toutefois, dans un environnement de concurrence imparfaite, la stratégie et le comportement de l'entreprise peut en réalité affecter la richesse d'un actionnaire de différentes manières : les décisions prises peuvent certes affecter la valeur de l'entreprise elle-même mais elles peuvent également modifier les prix sur le marché et donc modifier le pouvoir d'achat de l'actionnaire. Et enfin, plus intéressant pour le sujet qui nous intéresse, elles peuvent aussi affecter la valeur de marché des firmes concurrentes dont l'actionnaire pourrait également être propriétaire. Il devient donc clair que l'actionnaire intéressé par la valorisation de la totalité de son portefeuille subit de manière un peu différente les actions individuelles de telle ou telle entreprise et que son intérêt à vivre dans un environnement concurrentiel s'en trouve quelque peu altéré.

A la même époque, Rubinstein et Yaari (1983) décrit également les conséquences potentielles de l'actionnariat particulier que sont les participations croisées (lorsque deux entreprises sont mutuellement actionnaires l'une de l'autre). L'idée est ici : cette structure de propriété des entreprises peut être propice à l'exploitation de pouvoir de marché et à franchir le pas de la collusion.

Dans le même ordre d'idées, Gilo, Moshe et Spiegel (2006) ont étudié les conditions où ces mêmes participations croisées pouvaient susciter des comportements de collusion. Après avoir cité

*Université de Lyon, Université Claude Bernard Lyon 1, Laboratoire SAF, 50 avenue Tony Garnier, 69007 Lyon, France. Email : alexis.penot@univ-lyon1.fr

des exemples de développement de cette pratique dans des secteurs variés de l'économie, ils montrent alors, dans le cadre de jeux répétés, qu'elle accroît l'intervalle des facteurs d'actualisation qui rendent la collusion soutenable dans le temps. En d'autres termes, les dirigeants des entreprises deviendraient plus patients et susceptibles d'accroître la durée, et donc la rentabilité, des comportements de collusion. La littérature a également imaginé que ces participations croisées puissent influencer les processus de fusions et acquisitions que les propriétaires communs pourraient être plus susceptibles de soutenir. Harford, Jenter et Li (2011) étaient allés dans cette direction d'un point de vue théorique, sans toutefois discerner des conséquences empiriques réelles, démentant ainsi les résultats de Matvos et Ostrovsky (2008) qui montraient que les propriétaires croisés étaient plus susceptibles d'approuver ces opérations de rachat.

Plus fréquemment cités par la littérature comme précurseur de ces réflexions, Rotemberg (1984) prolonge le contexte de marchés des biens imparfaits en y ajoutant une caractérisation des marchés financiers. Si ces derniers sont parfaits, le désir de diversifier le portefeuille va modifier le raisonnement des actionnaires : ils devront tenir compte des interactions qui existent entre les firmes qui dépendent elles-mêmes du degré de concurrence sur le marché des biens. Rotemberg ajoute que, dans ce contexte de marchés financiers parfaits, les firmes ne cherchent plus nécessairement à maximiser leur profit mais à maximiser le bien-être des actionnaires. Or, si ceux-ci ont la possibilité de diversifier totalement leur portefeuille, toutes les firmes auront le même objectif : maximiser la somme des profits des entreprises et non de quelques unes en particulier, ce qui réduit les incitations à entrer dans le jeu concurrentiel. Cela peut faire une différence, par exemple, lorsqu'une entreprise devenue plus profitable aurait comme autre conséquence la réduction des profits de ses concurrents.

Mais, l'imperfection des marchés financiers peut être introduite sous la forme de coûts de transaction. La diversification des portefeuilles ne pourra plus être complète car trop coûteuse et à ce moment-là seulement, une concurrence sur le marché des biens pourra à nouveau émerger.

La conclusion de cette approche est de remarquer que la convergence des objectifs de plusieurs entreprises va apparaître non comme le résultat explicite d'une incitation à former des collusions avec ses concurrents mais par la simple (et souvent encouragée par les théories financières) volonté de diversification des portefeuilles des épargnants. Et c'est un changement important car la recherche de la collusion ne peut se faire qu'entre entreprises disposant déjà d'un pouvoir de marché suffisant. Dans le cadre de la diversification des portefeuilles, tous les actionnaires en profitent, y compris les plus petits et même ceux qui ne peuvent se permettre une diversification, comme l'ajoutent à juste titre Boller et Morton (2020). L'incitation à se comporter de manière anticoncurrentielle n'en apparaîtra que plus puissante.

Hansen et Lott (1996) décrivent cette diversification comme un mécanisme qui permet aux entreprises d'internaliser les externalités engendrées par les décisions stratégiques des firmes. Ils ajoutent toutefois qu'un comportement de passager clandestin peut voir le jour si les gains profitent également à ceux qui ne diversifient pas leur portefeuille.

La seconde référence fréquemment citée dans la littérature est l'œuvre de Bresnahan et Salop (1986) qui se tourne vers l'analyse des conséquences de la propriété commune sur l'intensité concurrentielle avec l'examen des *joint ventures*. Ces entités sont des entreprises créées avec les capitaux de deux autres entreprises, parfois concurrentes, à l'exemple de celle créée par Toyota et General Motors pour permettre à la firme américaine d'ajouter à son catalogue un type de véhicule dont elle se privait jusqu'alors. Cette structure implique des intérêts financiers communs parce que les profits sont partagés entre les deux entreprises mères et cela réduit naturellement l'incitation privée à accroître la production.

Les entreprises mères n'ont donc pas intérêt à lancer des stratégies qui réduiraient la rentabilité

de la joint venture mais cette dernière réalise également que les décisions concurrentielles contre les entreprises mères seraient tout aussi auto-destructrices.

L'article choisit alors de travailler avec un indice Herfindahl-Hirschmann modifié qui augmente l'indice classique par la part de propriété des entreprises dans les joint ventures (ainsi, s'il n'existe aucune participation commune, l'indice augmenté sera égal à l'indice de départ). Cet indice peut donc augmenter de deux manières : soit par une concentration des parts de marché entre les entreprises présentes sur le marché, soit par une intensification des mouvements de propriété commune.

La conclusion est alors sans appel : *il existe des différences substantielles dans les incitatifs concurrentiels qui résultent des différentes structures de contrôle et de propriété bien qu'aucune d'entre elles ne les modifient autant qu'une fusion*. Ainsi, la propriété commune aurait les armes pour réduire la pression concurrentielle sans pour autant atteindre le potentiel destructeur de la réduction du nombre d'entreprises.

O'Brien et Salop (2000) viennent toutefois corriger ces réflexions quelques années plus tard. Prenant acte du développement continu des joint ventures au cours des années récentes, dans les secteurs des télécommunications et des hautes technologies notamment, ils mettent l'accent sur deux paramètres cruciaux, les intérêts financiers des actionnaires et le contrôle de l'entreprise (c'est-à-dire la manière dont les intérêts des actionnaires sont défendus par la direction de l'entreprise). Ils montrent alors certaines configurations dans lesquelles les joint ventures ne sont pas moins dommageables que les opérations de fusions et se félicitent que les autorités de la concurrence américaine rédigent des guides de bonne pratique, à l'image de deux écrits pour les opérations de concentration.

2 Le développement de la propriété commune

2.1 Les mesures de l'actionnariat

2.1.1 Des actionnaires concentrés

Dans leur revue de la littérature, Boller et Morton (2020) font le point sur la littérature empirique pour documenter la montée en puissance de la propriété commune. Ils citent alors les travaux de Hansen et Lott (1996) pour illustrer que la tendance n'est pas complètement récente non plus. Ces derniers se concentrent sur les secteurs de l'informatique et de l'automobile. Dans le premier, ils indiquent que 77% d'Intel et 71% de Compaq sont possédés par des institutions qui possèdent également des parts dans au moins une des cinq autres entreprises cotées du secteur. 162 institutions possèdent des actions des six entreprises analysées, pour un montant qui représente 15% de leur valeur de marché. Sans tenir compte du fait que les entreprises elles-mêmes peuvent posséder des actions de leurs concurrents, comme c'est le cas d'IBM qui détient 20% d'Intel.

Dans le second secteur, 56% du capital de Chrysler sont détenus par des institutions qui ont également des actions dans le capital de Ford et/ou General Motors. Par ailleurs, 294 institutions ont investi dans les trois grandes entreprises américaines, soit 34% de leur valeur de marché.

Schmalz (2018) trouve bien quelques entreprises dans lesquelles l'actionnariat est encore concentré dans les mains de leur fondateur (Amazon, Walmart, Amazon ou Berkshire Hathaway avec Warren Buffet) mais ils terminent cette présentation en affirmant que *la structure de propriété de la plupart des entreprises contemporaines est bien différente de ces quelques exemples*.

Dans le secteur aérien par exemple, le fonds d'investissement Vanguard se trouve le plus gros actionnaire d'Alaska Air, de JetBlue Airways, le deuxième actionnaire de Delta Air Lines et United

Continental, le troisième de Southwest Airlines et le quatrième d’American Airlines. Dans la banque, des constats similaires peuvent être dressés : le même fonds est premier actionnaire de JP Morgan Chase, le deuxième de Citigroup, Wells Fargo, PNC Financial et U.S. Bancorp et le troisième de Bank of America. Dans les supermarchés enfin, Vanguard est le premier actionnaire de Costco, le deuxième de Kroger et le troisième de Target.

Dès leur introduction, Backus, Conlon et Sinkinson (2019) expliquent le développement de la propriété commune par l’introduction aux Etats-unis des plans d’épargne retraite à contribution définie qui ont donné naissance à une industrie financière toujours plus demandeuse de diversification des placements. C’est ainsi, selon eux, qu’au début d l’année 2018, les quatre plus grands gestionnaires d’actifs américains (Blackrock, Vanguard, State Street et Fidelity) géraient plus de seize mille milliards de dollars d’actifs et que pour 88% des firmes de l’indice S&P 500, l’actionnaire le plus gros était un de ces quatre gestionnaires d’actifs.

Posner, Morton et Weyl (2017) illustrent cette tendance par d’autres chiffres en estimant à 70-80% la part du marché actions américain détenu par l’ensemble des investisseurs institutionnels alors qu’elle n’était que de 7% en 1950. La période plus récente semble traduire une accélération du phénomène : mis tous ensemble, BlackRock, Vanguard et State Street constituent le plus grand actionnaire d’au moins 40% de toutes les entreprises américaines cotées et presque 90% pour les seules entreprises du S&P 500, contre 25% en 2000. Tout ceci serait le résultat de stratégies revendiquées visant à acquérir entre 3 et 7% de toutes les entreprises concurrentes sur les principaux secteurs à concentration élevée.

Cette concentration de l’actionnariat des principales entreprises américaines pourrait avoir des avantages dans la problématique de la dissociation de la propriété et de la gestion des grandes entreprises capitalistes telle que l’avait présentée Berle et Means (1932). Il existait en effet le risque que le développement d’un petit actionnariat dispersé supprime les incitations reçues par chacun des actionnaires à exercer une mission de surveillance sur les gestionnaires de l’entreprise. Regroupés dans des fonds très puissants, les actionnaires pouvaient retrouver ces incitations qui favorisent les mécanismes concurrentiels. Aux yeux de Posner, Morton et Weyl (2017) toutefois, cet avantage pèse bien peu puisqu’ils affirment : *nous soutenons que la concentration des marchés à travers de grands investisseurs institutionnels est le nouveau défi majeur auquel les politiques de la concurrence sont aujourd’hui confrontées.*

2.1.2 Des actionnaires impliqués

Mais être actionnaire ne suffit pas à enclencher les mécanismes de propriété commune. Encore faut-il que ces actionnaires s’impliquent dans la gestion stratégique des entreprises. La propriété commune serait donc une condition nécessaire, mais pas suffisante pour provoquer des altérations du fonctionnement des marchés des biens et services, comme le rappellent Gilje, Gormley et Levit (2020). Là encore, la littérature affirme que c’est de plus en plus le cas. Posner, Morton et Weyl (2017) ou Newham, Seldeslachts et Banal-Estañol (2018) citent des éléments de communication de ces fonds qui mettent en avant leurs engagements dans les actions de gouvernance d’entreprise en soulignant, par exemple, qu’être un investisseur passif ne signifie pas être un propriétaire passif.

2.2 Les poids de profit

Une autre manière de documenter l’existence de ces propriétés communes est de regarder la structure des profits des entreprises concernées : on peut dès lors postuler que si l’hypothèse de propriété commune était correcte, alors, les entreprises, attachées à rémunérer au mieux leurs

actionnaires, devraient prendre en compte les effets de leurs choix sur les niveaux de profits des concurrents, à cause de la présence d'actionnaires en commun dans les différentes entreprises.

Ceci vient contredire le modèle habituel de maximisation du profit dans lequel une entreprise prend des décisions stratégiques sans se soucier de leurs conséquences sur le profit des concurrents. Il s'agit donc d'introduire les **poids de profit** qui matérialisent l'importance des profits des entreprises concurrentes dans la fonction objectif d'une entreprise donnée.

Backus, Conlon et Sinkinson (2019) choisissent donc d'écrire une fonction de profit modifiée, plus générale, que la firme va tenter de maximiser :

$$\pi_f + \sum_g \kappa_{fg} \pi_g$$

où π_f désigne les profits de la firme étudiée, les termes π_g représentent les profits des concurrents et les κ sont les poids que les profits des concurrents représentent dans la fonction objectif. Ils dépendent essentiellement de deux paramètres : la quantité des actions que chaque investisseur détient dans plusieurs firmes et le poids que la firme place dans chaque investisseur dans la répartition des dividendes. Il suffit de prendre le cas particulier où les termes κ sont nuls pour revenir à la formule conventionnelle de maximisation du profit. En revanche, si tous les κ sont égaux à un, on retrouve le schéma d'une parfaite collusion entre tous les acteurs qui seraient capables de reproduire ainsi les conditions du monopole.

Les auteurs proposent alors des exemples de structure de propriété et montrent que deux firmes qui seraient toutes les deux passées à hauteur de 20% par un même investisseur auraient un poids de profit mutuel de 1/2. En d'autres termes, quand une des firmes réalise un profit d'un euro, l'autre firme valorise, *pour elle-même*, ce profit à hauteur de cinquante centimes.

A partir des données publiques de composition de l'actionnariat des entreprises cotées dans l'indice S&P 500, les auteurs sont capables de calculer leurs poids de profit. La hausse est spectaculaire et régulière sur tout l'échantillon qui commence en 1980 : de 0,2 en moyenne, les poids atteignent 0,7 en à la fin des années 2010.

Pour affiner leurs observations, les auteurs se concentrent enfin sur trois secteurs souvent étudiés dans la littérature : les banques, les compagnies aériennes et les fabricants de céréales prêts à manger. Les poids moyens de profit augmentent là aussi régulièrement (avec peut-être une pause sur la décennie 2000). Dans le dernier secteur, des données sont fournies pour les principales entreprises du secteur et, pour l'une d'entre elles (Quaker Oats), les poids de profit sont plus grands que l'unité. Cela signifie donc que les propriétaires de cette firme ont intérêt à ce que ce soit les concurrentes de cette firme qui réalisent des profits plutôt que la firme elle-même !

3 Les mécanismes de transmission

Une des questions importantes liées aux enjeux de la propriété commune réside dans leurs mécanismes de transmission. Par quelles dispositions ou quels moyens, les dirigeants des entreprises, qui sont des salariés, viendraient à intégrer dans leurs décisions et leur stratégie qu'ils doivent prendre des décisions profitables non seulement à l'entreprise qu'ils dirigent mais aussi aux autres entreprises dont leurs actionnaires sont également propriétaires, mais sans ouvrir la porte aux collusions explicites, réprouvées par la loi ?

Antón et al. (2020) construisent un modèle pour les dirigeants des entreprises. La question posée est de mesurer les incitations qu'ils reçoivent pour exercer leur mandat. D'ordinaire, les rémunérations versées aux dirigeants sont dépendent de la performance de l'entreprise afin d'encourager les

efforts vers plus de productivité. Dans un monde de prix fixes, améliorer la productivité accroît les marges et semble ainsi souhaitable pour tous les actionnaires de l'entreprise. Toutefois, dans un monde de prix endogènes, l'amélioration de la productivité accroît également le degré de concurrence sur le marché des biens et services. Cela affecte donc la rentabilité des firmes concurrentes et constitue donc un conflit pour les intérêts de ceux qui y possèdent également des actions.

Le modèle proposé permet ainsi de prévoir une relation négative entre la propriété commune et la sensibilité des schémas de rémunération des dirigeants à la performance. Il offre donc des propositions testables que les auteurs confirment empiriquement : pour une firme, le passage du premier au dernier quartile dans le degré de propriété commune est associée à une réduction de 6,6% de la sensibilité à la performance pour la rémunération des PDG. Les auteurs restent prudents sur l'interprétation de ce résultat : ils indiquent bien qu'il ne signifie pas qu'ils ont en mis en évidence le principal, voire l'unique, mécanisme de transmission la propriété commune, ils se contentent de dire qu'ils en ont identifié un.

4 Les effets sur l'intensité de la concurrence

4.1 L'entrée sur le marché

Parmi les conséquences anti-concurrentielles de la propriété commune figure la plus ou moins grande faculté que des entreprises peuvent avoir d'entrer sur un marché donné.

Newham, Seldeslachts et Banal-Estañol (2018) étudient cette question dans le secteur pharmaceutique en faisant le constat initial que BlackRock et Vanguard sont les deux plus gros actionnaires des plus grandes firmes américaines. Or, ce secteur offre avec les médicaments génériques une méthode d'identification des possibles dates d'entrée sur le marché : quand la protection réglementaire du brevet disparaît. Or, celle-ci offre un important pouvoir de marché aux détenteurs de ces brevets. Les auteurs ajoutent en outre que les pertes subies à l'entrée de fabricants de produits génériques sont potentiellement bien plus importantes que les gains que ces derniers peuvent en attendre. Ainsi, *les décisions en matière d'entrée peuvent être influencées par le fait que les propriétaires de la firme de génériques soient également actionnaires de la firme initialement en monopole.*

La question est étudiée à l'aide d'un modèle théorique qui confirme qu'il y aura moins d'entrants sur le produit générique sur les produits concernés par une propriété commune plus élevée. Empiriquement, l'effet est confirmé et jugé relativement important puisqu'une déviation d'un écart-type de propriété commune réduit de 9 à 13% la probabilité que la firme générique entre sur le marché. Il est de plus à noter que les effets semblent fortement non linéaires, avec des effets bien plus notables quand le degré de propriété commune augmente.

Les fabricants de générique peuvent toutefois tenter d'entrer sur le marché avant l'expiration du brevet. Les possesseurs de ce dernier peuvent alors entamer des poursuites juridiques pour contester l'arrivée de ce nouveau concurrent. C'est plus de 1339 tels cas de figure entre 2003 et 2016 qu'étudient Gerakos et Xie (2019) et montrent que la probabilité qu'un accord soit trouvé entre les deux parties augmente avec la propriété commune entre les deux entreprises. Alors que 9% des dossiers se soldent par un accord, la déviation d'un écart-type de la propriété commune augmente cette probabilité de quatre points de pourcentage, signe que la propriété commune influence bel et bien le comportement stratégique des entreprises concernées.

4.2 Les prix

Une partie de l'intérêt renouvelé pour la propriété commune est venue d'études qui ont rendu cette dernière responsable d'une part plus ou moins grande de la hausse des prix constatés dans certains secteurs. Faisant figure de précurseurs du renouveau de l'intérêt empirique pour ces questions, Azar, Schmalz et Tecu (2018a) et Azar, Raina et Schmalz (2019) comptent parmi les études les plus citées, la première dans le secteur du transport aérien et la seconde dans l'activité bancaire.

Dans le secteur aérien, les résultats des estimations indiquent que les billets d'avion sont de 3 à 8% plus chers que dans le monde hypothétique sans propriété commune. Les effets sont même plus importants encore sur les lignes commerciales les plus importantes.

Dans le secteur bancaire, la propriété commune est utilisée pour tenter de justifier l'incapacité des indicateurs habituels de concentration pour expliquer les différences de frais bancaires ou de rémunération des dépôts d'un Etat à l'autre des Etats-Unis

Les secteurs primaires n'échappent pas non plus à ces résultats. Torshizi et Clapp (2019) s'intéressent aux graines pour l'agriculture dont les principaux producteurs déjà concentrés connaissent en plus une propriété commune croissante sur les dernières années. En tentant de contrôler au mieux les effets de l'endogénéité, les auteurs estiment que, selon les graines étudiées, entre 6,2 et 14,6% de la hausse des prix constatée entre 1997 et 2017 est attribuable à la propriété commune.

Au total donc, même si les preuves peuvent sembler fragiles (voir plus bas), le renouveau de la littérature empirique sur ce thème s'explique par l'identification d'effets de la propriété commune sur la concurrence en général et sur les prix en particulier, qui peuvent être qualifiés de grands par Backus, Conlon et Sinkinson (2019).

4.3 La rentabilité

La rentabilité d'une entreprise peut passer par l'obtention de parts de marché supérieures à ses concurrentes. C'est la variable que He et Huang (2016) étudie en utilisant des différences en différence pour caractériser que les firmes qui connaissent une hausse de la propriété commune lors d'un processus de fusion, par exemple, connaissent une augmentation de parts de marché plus forte que pour celles restant à situation inchangée. Ils étendent ensuite à d'autres variables de performance de entreprises (au sens de la capacité à proposer des rendements élevés pour les actionnaires) et confirment le rôle positif de la propriété commune.

La littérature empirique a également tenté de faire le lien entre la propriété commune et les perspectives de profit, non seulement de la part des entreprises concernées par cette structure d'actionariat mais aussi par toutes les entreprises du même secteur. Les perspectives de profit sont alors déterminées par les « rendements anormaux » des actions.

C'est ainsi que Boller et Morton (2020) analysent les entrées d'entreprises américaines dans l'indice S&P 500. Ils mettent en évidence, comme à de nombreuses reprises précédemment, qu'un tel événement se traduit par une élévation des rendements de l'action. Mais surtout, ils l'associent à un accroissement de la propriété commune (justifié en grande partie par une partie des fonds institutionnels qui augmentent leurs achats de titres désormais mieux mis en avant) et, enfin, ils montrent que les actions des entreprises concurrentes sont elles aussi concernées par un accroissement des rendements. Comme si l'extension de la propriété commune était perçue par les investisseurs comme une source de rentabilité supérieure pour le secteur dans son ensemble.

La marge brute peut aussi être analysée en association avec la propriété commune. Bindal (2019) se livre à cet exercice en mettant l'accent sur la similarité des produits mis en concurrence. Là aussi,

le résultat plaide pour une interprétation d'un effet anti-concurrentiel : l'accroissement d'un écart-type de la propriété commune augmente la marge brute de 0,8 à 3,6 points de pourcentage.

4.4 L'innovation

Après avoir étudié la marge brute, Bindal (2019) se concentre sur les dépenses de recherche et développement qui s'avèrent affectées négativement par la propriété commune, signe supplémentaire d'un affaiblissement des pressions concurrentielles et d'une profitabilité plus élevée si on combine accroissement de la marge brute et baisse des dépenses de R&D. Il est de tout à fait notable que les effets sont les plus forts dans les secteurs où les biens sont peu différenciés, c'est-à-dire des secteurs où, structurellement, la concurrence devrait être la plus forte et où les entreprises devraient donc avoir le plus d'incitation pour tenter de s'en protéger.

Borochin, Yang et Zhang (2019) utilisent une méthode de double différence entre deux groupes. Le premier est constitué des entreprises qui fusionnent avec d'autres entreprises qui possèdent des actions dans d'autres firmes du secteur alors que cette possession est absente du second groupe. Les résultats obtenus dépendent en partie du type et des objectifs d'investissement du propriétaire institutionnel.

Par exemple, en présence d'institutions financières impliquées et concentrées sur des horizons de long terme, la propriété commune peut promouvoir l'innovation, identifiée par l'activité de dépôts de brevets. De plus, l'innovation obtenue est souvent de qualité supérieure si on en croit le nombre de citations des brevets. En revanche, les investisseurs moins impliqués (les auteurs pensent notamment aux fonds indiciels) ne semblent jouer ce rôle positif dans l'innovation que dans les secteurs d'activités les plus concentrés.

Il est également possible d'identifier des effets théoriques pour comprendre la relation entre propriété commune et innovation. Anton et al. (2018) indiquent ainsi que tout dépend des forces relatives des effets de débordement des technologies et des incitations à essayer de prendre des parts de marché à ses concurrents.

Par exemple, en présence de propriété commune, l'innovation peut produire des effets de débordement au-delà de la firme qui en est à l'origine, y compris auprès d'autres firmes possédées par les mêmes actionnaires. Au contraire, en cas de firmes indépendantes, ces mêmes effets de débordement pourraient décourager l'innovation de la part d'entreprises qui, en bon passager clandestin, préféreraient profiter de l'innovation des autres. Mais dans le même temps, si les dépenses en R&D constituent un moyen de prendre des parts de marché aux concurrents, des firmes indépendantes financièrement seront plus incitées à y recourir que si leur actionnariat, et leurs intérêts, sont reliés.

Au total donc, il faut s'attendre à ce que la propriété commune stimule l'innovation si et seulement si les effets de débordement sont plus importants que les incitations concurrentielles. Cet effet positif sera d'autant plus fort que les évoluent dans un environnement technologique proche. Empiriquement, la relation est bien confirmée dans cette direction mais pour des niveaux élevés d'effets de débordement.

L'importance de ces effets de débordement est confirmée par López et Vives (2019), dans un modèle à la Bertrand avec des produits différenciés où l'effet positif de la propriété commune est d'autant plus fort que la concentration initiale du marché est faible.

L'innovation n'est toutefois pas seulement produite. Elle pose également la question de sa diffusion. Kostovetsky et Manconi (2020) étudient cet aspect en soulignant toutes les firmes ont intérêt à une meilleure diffusion de l'innovation : celles qui innovent et celles qui exploitent l'innovation. Et bien sûr, on doit ajouter l'actionnaire commun de ces deux types d'entreprises à la liste des

bénéficiaires. En utilisant la citation des brevets, les auteurs montrent qu'un accroissement de la propriété commune entre deux firmes augmente la probabilité que chacune d'entre elles cite les brevets de l'autre.

Ainsi, la littérature sur l'impact en termes d'innovation semble plutôt souligner les aspects positifs de la propriété commune. Au final, Cela donnerait un certain crédit à l'idée que l'innovation est aussi une question de ressources financières, comme l'avaient souligné Aghion et al. (2005), et que le pouvoir de marché apporté par la propriété commune pourrait constituer une réponse.

4.5 Le cas de la propriété commune verticale

La littérature étudiée jusqu'ici a souvent concerné des entreprises concurrentes, qui entrent donc dans une relation horizontale. La propriété commune peut toutefois aussi se manifester dans une dimension verticale.

Cici, Gibson et Rosenfeld (2015) et Ojeda (2019) étudient le cas de telles relations entre des entreprises et des banques. Les auteurs documentent que ce type de propriété commune a également connu un important développement dans les dernières années et que les relations ainsi nouées affichent une certaine durabilité. Les travaux empiriques menés confirment des financements bancaires à la fois moins chers et plus importants quand prêteurs et emprunteurs possèdent des actionnaires communs.

4.6 Des effets contestés

Il existe toutefois quelques arguments qui viennent nuancer les conclusions de fortes relations entre la propriété commune et certaines décisions stratégiques des entreprises concernées. Cette prudence trouve deux origines. En premier lieu, si la progression de cette forme d'actionnariat ne fait pas discussion, l'implication des fonds institutionnels dans la gestion des entreprises ne recueille pas le même consensus. En second lieu, la validité de nombreux résultats empiriques suscite quelques interrogations.

4.6.1 L'implication des investisseurs institutionnels

Gilje, Gormley et Levit (2020, p.3) ne partagent pas la vision d'investisseurs très attentifs. A l'appui de leurs propos, ils citent différentes études dont certaines semblent surprenantes. Lu, Ray et Teo (2016) estiment que les gestionnaires de fonds voient leur portefeuille perdre du rendement dans des périodes personnellement difficiles telles que les divorces. Plus en lien direct avec des observations financières, Schmidt (2019) montre que les gestionnaires accordent une importance excessive aux titres d'entreprise au moment de l'annonce de leurs résultats trimestriels, et négligent par conséquent les autres composantes de leur portefeuille.

4.6.2 La contestation des preuves empiriques

Les travaux micro-économétriques font face à de très nombreux défis empiriques et cette littérature ne fait naturellement pas exception. Les auteurs essaient par exemple de se prémunir au maximum des biais d'endogénéité, dont les dangers sont soulignés par de nombreuses études (Backus, Conlon et Sinkinson (2019) notamment) : comment être certain que des entreprises disposant d'un avantage quelconque ne vont pas être plus rentables, capables d'augmenter leur prix et alors atti-

rer de nombreux investisseurs institutionnels ? Dans ce cas, la propriété commune ne serait pas à l'origine des effets mesurés mais en serait une conséquence.

Méthodologiquement, Anton et al. (2018) indiquent également qu'il faut se méfier des régressions économétriques qui supposent implicitement des parts de marché exogènes et qui pourraient ainsi surestimer les effets sur les prix. Dennis, Gerardi et Schenone (2019) contestent même la réalité d'un effet sur les prix mis en évidence par Azar, Schmalz et Tecu (2018a) et discuté dans la section 4.2 en estimant que l'effet mesuré est avant tout le résultat de variations dans les parts de marché. Signe de la difficulté de corriger tous les éléments méthodologiques et de la possibilité d'avoir un résultat définitif, Azar, Schmalz et Tecu (2018b)¹ réfutent une grande partie des critiques en trouvant des failles dans le travail de répllication qui avait été entrepris.

Kennedy et al. (2017) utilisent une autre critique pour remettre en cause les conclusions de Azar, Schmalz et Tecu (2018a) en proposant une modélisation structurelle jugée plus robuste pour le choix des variables et des instruments. Là aussi, leur conclusion incite à la plus grande prudence sur l'existence de ces effets de la propriété commune.

La correction des biais est également contestée par le modèle théorique de Gilje, Gormley et Levit (2020, p.6) : là où des événements tels que des fusions entre fonds d'investissement sont utilisés, les auteurs montrent que ces configurations peuvent au contraire provoquer une réduction de l'implication de ces actionnaires multiples et fusionnés et donc réduire les effets liés à la propriété commune.

De plus, Lewellen et Lowry (2020) remarquent que les doubles différences construites autour de ces fusions entre fonds d'investissement sont exposées à la critique que la plupart d'entre elles se sont produites pendant la crise financière et qu'elles sont donc comparées à des périodes où l'environnement économique, financier et concurrentiel n'était pas nécessairement le même, introduisant une source de confusion supplémentaire. Intégrer cette information fait disparaître la plupart des effets liés à la propriété commune. Les auteurs prennent toutefois le soin de préciser que rien n'indique que des ces effets ne pourraient pas apparaître plus tard.

Le secteur bancaire est soumis à un second examen par Gramlich et Grundl (2017) en insistant sur les fondements des indices de concentration modifiés et sur ce qui les différencie quantitativement des indices d'origine. La méthode employée permet d'étudier les effets de la propriété commune sur les prix et sur les quantités et aboutissent à des conclusions pour le moins mitigées : les taux de dépôts proposés aux épargnants sont à peine moindres dans le cas d'une plus forte propriété commune.

Deux dernières études proposent une remise en cause générale des conséquences réelles de la propriété commune des entreprises. O'Brien et Waehrer (2017) passent en revue les corrélations trouvées entre des variables de comportement d'entreprises et des versions modifiées de la concentration qui tiennent compte de l'existence d'actionnaires communs. Ils estiment qu'elles ne constituent pas des preuves déterminantes d'un effet qui mériterait une action de la part de la politique de concurrence.

Koch, Panayides et Thomas (2018) essaient de s'affranchir des critiques adressées à des études sur des secteurs spécifiques (compagnies aériennes, banques...). Il est en effet toujours possible d'invoquer la particularité de ces secteurs en termes de concentration ou de barrières à l'entrée par exemple. Ceci les conduit à une étude plus générale qui, secteur par secteur, identifie des ruptures temporelles dans la propriété commune et propose de les relier à des mesures de rentabilité. Or, ils

1. Les dates des références bibliographiques peuvent sembler étranges avec une réponse de 2018 apparemment formulée *après* une critique affichée en 2019. En réalité, le dernier article a connu plusieurs versions qui, dans une sorte de dialogue, répondaient aux contre-arguments proposés.

ne mettent en évidence aucun lien robuste entre les deux.

Toutefois, la critique la plus forte est peut-être celle qui revient sur les mécanismes de transmission des effets si difficiles à mettre en évidence. Phillips (2018) réfléchit sur la corporate gouvernance qui nous a enseigné pendant des décennies que les dirigeants des entreprises privilégiaient leurs intérêts avant ceux des actionnaires. Or, la thèse d'un effet de la propriété commune suppose que, non seulement, cela ne serait pas vrai mais que, de surcroît, les dirigeants seraient capables de ne privilégier les intérêts que de certains actionnaires, ceux concernés par la propriété commune.

Par ailleurs, les pratiques récentes de gouvernance d'entreprises proposent une autre objection. Indexer la rémunération des dirigeants sur la performance de son entreprise crée la possibilité de récompenser davantage la performance d'un secteur entier et non d'une seule entreprise. Conscients de cet écueil, les actionnaires proposeraient désormais des programmes de rémunération qui tentent précisément de la rendre indépendante des performances des autres entreprises du secteur, les concurrentes. Or, ceci est en contradiction totale avec l'idée de la propriété commune. Ainsi, quand bien même des effets seraient empiriquement identifiés, le mystère de leur canal de transmission resterait entier.

5 Conclusion

Le débat n'est pas seulement académique. Il pose des questions dont la sphère politique s'empare, comme témoigne la table ronde organisée par l'OCDE en 2017². Mais il a également des répercussions en matière de politique de la concurrence. D'un point de vue pratique, des arguments liés à la propriété commune ont déjà été utilisés par la Commission européenne pour justifier des décisions, comme dans le cas de sa position sur la fusion entre Dow et DuPont en 2004.

Patel (2019) estime que la réglementation américaine dispose déjà de certains leviers pour atténuer les effets négatifs en termes de concurrence. Par exemple, les actionnaires communs pourraient être poursuivis au titre de la section 1 du Sherman Act s'ils échangeaient des informations et évidemment s'ils entreprenaient des actions délibérément destinées à réduire la concurrence.

Toutefois, compte tenu des résultats empiriques ambigus obtenus jusqu'à présent, il n'est guère surprenant que les recommandations en matière de politique de la concurrence offrent également quelques divergences.

Un premier camp estime que la propriété commune est un sujet suffisamment important pour justifier une réaction de la politique de la concurrence.

O'Brien et Waehrer (2017) indiquent que, jusqu'à présent, elle pouvait estimer que les faibles droits de vote associés à chacun des actionnaires individuels communs ne posaient pas de problèmes. Mais doit-on imaginer ces actionnaires individuels comme un ensemble homogène puisque composé d'institutions proches dotées des mêmes intérêts? Répondre par la négative justifierait une action de la politique de la concurrence.

Posner, Morton et Weyl (2017) propose de plus des mesures simples sous la forme qu'aucun investisseur institutionnel ne devrait poser plus d'un pourcent du capital d'une entreprise présente sur un marché oligopolistique à moins de n'être qu'un investisseur totalement passif.

Elhauge (2016) souligne également l'importance d'actionnaires qui s'engagent à ne pas utiliser leurs droits de vote mais il propose en plus d'aménager les guides consacrées aux fusions et acquisitions en y ajoutant les indices IHH modifiés pour intégrer les éventuels dommages de la propriété

2. <https://www.oecd.org/competition/common-ownership-and-its-impact-on-competition.htm>

commune.

Un second camp estime que ces stratégies représenteraient un certain nombre de risques. Le seuil de 1% d'actionnariat constituerait un frein à la diversification des portefeuilles dont les avantages financiers sont pourtant bien connus. Phillips (2018)

Une position médiane serait de considérer que le domaine d'études de la propriété commune n'est pas encore assez mûr pour fournir des bases suffisantes à une action publique. Patel (2019) propose ainsi un principe d'action au cas par cas qui refléterait le fait que la propriété commune aurait **parfois** des effets délétères sur l'environnement concurrentiel selon l'expression employée par Elhauge (2019) dans sa critique en six points ces conclusions de Koch, Panayides et Thomas (2018).

D'autres travaux sont donc nécessaires et à attendre dans ce champ d'études.

Références

- Aghion, Philippe, N Bloom, R Blundell, R Griffith et Peter Howitt. 2005. « Competition and Innovation : An Inverted U Relationship ». *Quarterly Journal of Economics*.
- Antón, Miguel, Florian Ederer, Mireia Giné et Martin Schmalz. 2020. « Common Ownership, Competition, and Top Management Incentives ».
- Anton, Miguel, Florian Ederer, Mireia Gine et Martin C. Schmalz. 2018. « Innovation : The Bright Side of Common Ownership ? » *SSRN Electronic Journal*. doi :10.2139/ssrn.3099578.
- Azar, José, Sahil Raina et Martin C. Schmalz. 2019. « Ultimate Ownership and Bank Competition ». *SSRN Electronic Journal*. doi :10.2139/ssrn.2710252.
- Azar, José, Martin C. Schmalz et Isabel Tecu. 2018a. « Anticompetitive Effects of Common Ownership ». *The Journal of Finance* 73 (4) : 1513-1565. doi :10.1111/jofi.12698.
- . 2018b. « Reply to : 'Common Ownership Does Not Have Anti-Competitive Effects in the Airline Industry' ». *SSRN Electronic Journal*. doi :10.2139/ssrn.3168095.
- Backus, Matthew, Christopher Conlon et Michael Sinkinson. 2019. « The Common Ownership Hypothesis : Theory and Evidence ». *Economic Studies at Brookings*.
- Berle, Adolf, et G Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. Transactions Publisher. Visité le.
- Bindal, Shradha. 2019. « When Does Common Ownership Matter ? »
- Boller, Lysle, et Fiona Scott Morton. 2020. « Testing the Theory of Common Stock Ownership ». *NBER Working Paper Series* 27515. doi :10.3386/w27515.
- Borochin, Paul, Jie Yang et Rongrong Zhang. 2019. « Common Ownership Types and Their Effects on Innovation and Competition ». *SSRN Electronic Journal*. doi :10.2139/ssrn.3204767.
- Bresnahan, Timothy F., et Steven C. Salop. 1986. « Quantifying the competitive effects of production joint ventures ». *International Journal of Industrial Organization* 4 (2) : 155-175. doi :10.1016/0167-7187(86)90028-7.

- Cici, Gjergji, Scott Gibson et Claire M. Rosenfeld. 2015. « Cross-Company Effects of Common Ownership : Dealings between Borrowers and Lenders with a Common Blockholder ». *SSRN Electronic Journal* 16-01. doi :10.2139/ssrn.2705856.
- Dennis, Patrick J., Kristopher Gerardi et Carola Schenone. 2019. « Common Ownership Does Not Have Anti-Competitive Effects in the Airline Industry ». *SSRN Electronic Journal*. doi :10.2139/ssrn.3063465.
- Elhauge, Einer. 2016. « Horizontal Shareholding ». *SSRN Electronic Journal*. doi :10.2139/ssrn.2632024.
- . 2019. « How Horizontal Shareholding Harms Our Economy - And Why Antitrust Law Can Fix It ». *SSRN Electronic Journal*. doi :10.2139/ssrn.3293822.
- Gerakos, Joseph, et Jin Xie. 2019. « Institutional Horizontal Shareholdings and Generic Entry in the Pharmaceutical Industry ». *SSRN Electronic Journal*. doi :10.2139/ssrn.3285161.
- Gilje, Erik P., Todd A. Gormley et Doron Levit. 2020. « Who's paying attention? Measuring common ownership and its impact on managerial incentives ». *Journal of Financial Economics* 137 (1) : 152-178. doi :10.1016/j.jfineco.2019.12.006.
- Gilo, David, Yossi Moshe et Yossi Spiegel. 2006. « Partial cross ownership and tacit collusion ». *The RAND Journal of Economics* 37 (1) : 81-99. doi :10.1111/j.1756-2171.2006.tb00005.x.
- Gramlich, Jacob, et Serafin Grundl. 2017. « Estimating the Competitive Effects of Common Ownership ». *Finance and Economics Discussion Series* 2017 (029r1). doi :10.17016/feds.2017.029r1.
- Hansen, Robert G., et John R. Lott. 1996. « Externalities and Corporate Objectives in a World with Diversified Shareholder/Consumers ». *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31 (1) : 43-68. doi :10.2307/2331386.
- Harford, Jarrad, Dirk Jenter et Kai Li. 2011. « Institutional cross-holdings and their effect on acquisition decisions ». *Journal of Financial Economics* 99 (1) : 27-39. doi :10.1016/j.jfineco.2010.08.008.
- Hart, Oliver D. 1979. « On Shareholder Unanimity in Large Stock Market Economies ». *Econometrica* 47 (5) : 1057-1083. doi :10.2307/1911950.
- He, Jie, et Jiekun Huang. 2016. « Product Market Competition in a World of Cross-Ownership : Evidence from Institutional Blockholdings ». *SSRN Electronic Journal*. doi :10.2139/ssrn.2380426.
- Kennedy, Pauline, Daniel P. O'Brien, Minjae Song et Keith Waehrer. 2017. « The Competitive Effects of Common Ownership : Economic Foundations and Empirical Evidence ». *SSRN Electronic Journal*. doi :10.2139/ssrn.3008331.
- Koch, Andrew, Marios Panayides et Shawn Thomas. 2018. « Common Ownership and Competition in Product Markets ».
- Kostovetsky, Leonard, et Alberto Manconi. 2020. « Common Institutional Ownership and Diffusion of Innovation ». *SSRN Electronic Journal*. doi :10.2139/ssrn.2896372. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract%5C_id=2896372.

- Lewellen, Katharina, et Michelle Lowry. 2020. « Does Common Ownership Really Increase Firm Coordination ? » *SSRN Electronic Journal*. doi :10.2139/ssrn.3336343.
- López, Ángel L, et Xavier Vives. 2019. « Overlapping Ownership, R&D Spillovers, and Antitrust Policy ». *Journal of Political Economy* 127 (5) : 2394-2437. doi :10.1086/701811.
- Lu, Yan, Sugata Ray et Melvyn Teo. 2016. « Limited attention, marital events and hedge funds ». *Journal of Financial Economics* 122 (3) : 607-624. doi :10.1016/j.jfineco.2016.09.004.
- Matvos, Gregor, et Michael Ostrovsky. 2008. « Cross-ownership, returns, and voting in mergers ». *Journal of Financial Economics* 89 (3) : 391-403. doi :10.1016/j.jfineco.2007.11.004.
- Newham, Melissa, Jo Seldeslachts et Albert Banal-Estañol. 2018. « Common Ownership and Market Entry : Evidence from Pharmaceutical Industry ». *SSRN Electronic Journal*. doi :10.2139/ssrn.3194394.
- O'Brien, Daniel, et Steven Salop. 2000. « Competitive Effects of Partial Ownership : Financial Interest and Corporate Control ». *Antitrust Law Journal* 67 : 559-614.
- O'Brien, Daniel, et Keith Waehrer. 2017. « The Competitive Effects of Common Ownership : We Know Less than We Think ». *Antitrust Law Journal* 3 (81).
- Ojeda, Waldo. 2019. « Common Ownership in the Loan Market ». https://waldotekampa.me/files/Ojeda%5C_BankingCommonOwnership.pdf.
- Patel, Menesh. 2019. « Common Ownership, Institutional Investors, and Antitrust ». *SSRN Electronic Journal*. doi :10.2139/ssrn.2941031.
- Phillips, Noah. 2018. « Taking Stock : Assessing Common Ownership ». In *The Global Antitrust Economics Conference*. https://www.ftc.gov/system/files/documents/public%5C_statements/1382461/phillips%5C_-%5C_taking%5C_stock%5C_6-1-18%5C_0.pdf.
- Posner, Eric A., Fiona M. Scott Morton et E. Glen Weyl. 2017. « A Proposal to Limit the Anti-Competitive Power of Institutional Investors ». *Antitrust Law Journal* 3 (81). doi :10.2139/ssrn.2872754.
- Rotemberg, Julio. 1984. « Financial Transaction Costs and Industrial Performance ». *Alfred Sloan School of Management Working Paper* 1554.
- Rubinstein, Ariel, et Menaem Yaari. 1983. « The Competitive Stock Market as Cartel Maker : Some examples ». *London School of Economics Working Papers* 83/84.
- Schmalz, Martin C. 2018. « Common-Ownership Concentration and Corporate Conduct ». *Annual Review of Financial Economics* 10 (1) : 1-36. doi :10.1146/annurev-financial-110217-022747.
- Schmidt, Daniel. 2019. « Distracted Institutional Investors ». *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 54 (6) : 2453-2491. doi :10.1017/s0022109018001242.
- Torshizi, Mohammad, et Jennifer Clapp. 2019. « Price Effects of Common Ownership in the Seed Sector ». *SSRN Electronic Journal*. doi :10.2139/ssrn.3338485.