

## CADASTRE DE LA PRÉSENCE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS EN BELGIQUE

le cas des petites et moyennes capitalisations

[Maxim Allart](#), [Carole Monaco](#), [Alain Finet](#)

Direction et Gestion | « [La Revue des Sciences de Gestion](#) »

2016/4 N° 280 | pages 45 à 51

ISSN 1160-7742

ISBN 9782916490502

DOI 10.3917/rsg.280.0045

Article disponible en ligne à l'adresse :

-----  
<https://www.cairn.info/revue-des-sciences-de-gestion-2016-4-page-45.htm>  
-----

Distribution électronique Cairn.info pour Direction et Gestion.

© Direction et Gestion. Tous droits réservés pour tous pays.

La reproduction ou représentation de cet article, notamment par photocopie, n'est autorisée que dans les limites des conditions générales d'utilisation du site ou, le cas échéant, des conditions générales de la licence souscrite par votre établissement. Toute autre reproduction ou représentation, en tout ou partie, sous quelque forme et de quelque manière que ce soit, est interdite sauf accord préalable et écrit de l'éditeur, en dehors des cas prévus par la législation en vigueur en France. Il est précisé que son stockage dans une base de données est également interdit.

# Cadastre de la présence des investisseurs institutionnels en Belgique : le cas des petites et moyennes capitalisations

par Maxim Allart, Carole Monaco et Alain Finet



**Maxim ALLART**  
Master en Ingénieur de Gestion,  
Docteur  
Belgique



**Carole MONACO**  
Master en Sciences de Gestion,  
Assistante-Docteur  
Belgique



**Alain FINET**  
Docteur en Sciences de Gestion,  
Professeur  
Université de Mons  
Belgique

L'institutionnalisation des économies mondiales et nationales consiste en un phénomène d'envergure dont la genèse émane du xx<sup>e</sup> siècle, au sein des innovants pays anglo-saxons. Pionnière en matière de pension par capitalisation individuelle et collective, venue en complément d'une pension légale déclinante, l'Amérique a assisté à l'explosion des fonds de pension qui détiennent près de 60 % du volume des actifs gérés par les investisseurs institutionnels à travers le monde, en 2006 (OCDE, 2009). Toutefois, depuis plusieurs années, ces fonds de pension, dont la consonance est majoritairement anglo-saxonne, coexistent avec d'autres investisseurs institutionnels, adoptant des formes plus traditionnelles, dont font partie les compagnies d'assurance, les organismes de placements collectifs, les *hedge funds*, etc. qui, au fil du temps, s'avèrent acquérir une position sans cesse croissante, bien que variable selon les pays concernés. Puisque les États-Unis ont assisté en primeur à l'institutionnalisation grandissante à partir de la deuxième moitié du siècle dernier, nombreuses sont les études

scientifiques (Daniel Baudru *et al.*, 2001 ; Stuart Gillan et Laura Starks, 2010) qui s'y sont intéressées laissant de multiples pays européens dans un profond flou, rendant ardue l'appréciation de l'envergure réelle qu'y occupent ces intermédiaires financiers professionnels, longtemps restés accessoires.

En vue de combler ce décalage empirique, le présent travail de recherche se concentre sur la Belgique où la montée en puissance des investisseurs institutionnels a également été remarquée. De ce fait, selon les chiffres de l'OCDE<sup>1</sup>, les actifs détenus par ces acteurs économiques, toutes catégories confondues, a augmenté de 88,4 % entre les années 2000 et 2012.

Plus spécifiquement, nous nous intéressons dans le cadre de cet article à la situation institutionnelle sur les indices BEL Small et BEL Mid, regroupant les petites et moyennes entreprises cotées belges. Ainsi, cette étude à vocation exploratoire a pour objet de répondre à la question de recherche suivante : *Par le biais de quatre critères de sélection, comment se traduit la présence des investisseurs institutionnels sur le marché belge, et plus précisément sur le BEL Small et le BEL Mid ?* Dans cet ordre d'idées, nous nous proposons de ventiler nos résultats en fonction des quatre critères suivants : les structures capitalistiques des entreprises concernées, leur région d'appartenance, la nationalité des institutionnels et leur niveau de prise de participation. Pour y parvenir, une minutieuse méthodologie, consistant en le relevé des structures actionnariales des entreprises échantillonnées à l'aide du logiciel Amadeus et des rapports annuels édités par ces firmes, sera appliquée.

Le travail se scinde ensuite en plusieurs parties, dont la philosophie est la suivante. D'abord, dans le cadre de la revue de la littérature, nous allons tenter de définir la notion d'investisseurs institutionnels et de les mettre en perspective en fonction de leur hétérogénéité comportementale. La suite de notre article met en évidence la méthodologie utilisée, nécessaire à la présentation des résultats, en section 3, ainsi qu'à leur discussion dans la suivante. Enfin, nous concluons cette recherche en proposant, notamment, diverses pistes de recherche complémentaires.

## 1. Revue de la littérature : focus sur les investisseurs institutionnels

### 1.1. Définitions

Au cours de ces dernières décennies, une multitude d'entreprises présentes sur différentes places financières ont donc été caractérisées par une présence croissante des investisseurs institutionnels au sein de leur capital. Devenus des acteurs économiques incontournables, ces derniers ont suscité un intérêt tant au niveau du paysage économique qu'au niveau de la sphère académique. Ainsi, de nombreux scientifiques ont tenté

de définir la notion d'investisseurs institutionnels. Par exemple, Frédéric Manin (1997) les qualifie de *structures déterminées à placer l'argent d'autrui (aux fins de valorisation de ce dernier)*<sup>2</sup>. Carolyn Brancato (1997) propose quant à elle une définition plus précise de ce que sont ces organismes puisqu'elle définit l'investisseur institutionnel comme *un investisseur dont les fonds sont gérés par des managers professionnels à l'intérieur d'une organisation et qui investit au profit d'un groupe d'individus, d'une autre organisation ou d'un groupe d'organisations*<sup>3</sup>. Dans le même ordre d'idées, Erik Izraelewicz (1999) les qualifie d'organismes collecteurs de l'épargne, agissant en qualité d'intermédiaires financiers professionnels entre, d'une part, ses mandants (épargnants, retraités, etc.) et, d'autre part, les entreprises dans lesquelles ils investissent. En conséquence, les agents à capacité de financement et ceux à besoin de financement sont mis en relation à travers les investisseurs institutionnels, qui, selon Stéphanie Lavigne (2004), acquièrent des titres avec un horizon de placement de moyen à long terme.

Par ailleurs, sur la base des travaux de Julienne Brabet (2002) et de Stéphanie Lavigne (2004), nous identifions quatre catégories d'investisseurs institutionnels : les fonds de pension, les compagnies d'assurance, les organismes de placement collectif ainsi que les *hedge funds*. Dans le cadre de cet article, l'objectif vise la quantification de l'importance des investisseurs institutionnels au sein des petites et moyennes capitalisations belges, ce qui, selon nous, ne nécessite pas de développer les différentes catégories d'investisseurs institutionnels.

Ayant une idée plus claire de qui sont les investisseurs institutionnels et de leur importance dans l'économie réelle, nous allons nous focaliser à présent sur leur hétérogénéité comportementale dont traite la section suivante.

### 1.2. De la passivité à l'activisme

À leurs débuts et jusque dans les années nonante (Céline Du Boys, 2003), les investisseurs institutionnels ont uniquement adopté des comportements passifs, signifiant, selon les termes de Noura Ben M'Barek (2008), qu'*ils n'utilisent pas le pouvoir qu'ils ont du fait de leurs détentions en capital pour exercer une influence sur le système de gouvernement et la gestion des firmes de leurs portefeuilles en vue d'améliorer la valeur de leurs investissements*. Ces institutionnels sont considérés tels des *sleeping partners* qui optent pour la défection, c'est-à-dire la voie « EXIT », sur le continuum « EXIT – VOICE » mis en évidence par la théorie générale d'Albert Hirschman<sup>4</sup>, consistant à sortir du capital lorsqu'ils ne sont pas satisfaits de la conduite des affaires, sans intervenir au niveau de la gestion des entreprises dans lesquelles les titres sont détenus (Noura Ben M'Barek, 2001). Toutefois, du fait de la montée en puissance des investisseurs institutionnels, une tendance plus récente, celle d'activisme

1. <http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=71A&lang=fr#> consulté le 14 juillet 2014.

2. Cité par Angelos Lianos (2003).

3. Cité par Julienne Brabet (2002).

4. Cité par Julienne Brabet (2002).

institutionnel est à dénoter. Dans la littérature, l'activisme est défini de façon multiple ; voici un éventail de définitions pertinentes. Selon Stéphane Rousseau et Raymonde Crête (1997) le terme « activisme » est utilisé pour *décrire les activités les plus visibles des investisseurs institutionnels à l'égard des compagnies dans lesquelles ils investissent*. Cette définition peut être complétée par les propos de Jean-Michel Sahut et Hidaya Othmani Gharbi (2010) qui affirment que l'activisme institutionnel *s'appuie sur une motivation et une orientation de ces acteurs à exercer un contrôle rigoureux des équipes dirigeantes des firmes où ils investissent ou proposent d'investir leurs fonds. Ce rôle suggère également l'utilisation de leurs droits de vote pour participer au processus de prise de décision, et influencer les actions et les orientations au sein des firmes, et ceci quel que soit leur niveau de participation au capital*. Carine Girard (2004) estime que l'activisme actionnarial *s'avère être un mécanisme alternatif de contrôle contraignant la coalition de contrôle à améliorer les mécanismes de gouvernement des entreprises*. En conséquence, il apparaît que l'activisme institutionnel implique une modification quant à la voie empruntée par les investisseurs institutionnels sur le continuum « EXIT – VOICE ». En effet, ces derniers optent pour « VOICE », voie nécessitant leur implication aux côtés des dirigeants dans la gestion de l'entreprise (Noura Ben M'Barek, 2001 ; Julienne Brabet, 2002) ; la « vente éclair » n'est plus une option.

Dans le continuum identifié par Albert Hirschman (1972), l'activisme et la passivité constituent des extrêmes. Dans cet ordre d'idées, sur la base des apports de James Brickley *et al.* (1998) ; Rahul Kochhar et Parthiban David (1996) ; Brian Bushee (2001) et Xia Chen *et al.* (2007), Jean-Michel Sahut et Hidaya Othmani Gharbi (2010) identifient trois facteurs qui permettent aux investisseurs institutionnels de tendre vers l'une ou l'autre borne :

- l'horizon d'investissement ;
- le niveau de participation ;
- la nature des relations entre les institutionnels et les firmes.

Le cadre théorique étant fixé, l'analyse empirique constitue le moteur des parties suivantes, ayant trait à la détermination et l'évaluation de la présence des investisseurs institutionnels dans le contexte socio-économique belge et, plus particulièrement, sur les indices des petites et moyennes structures belges cotées sur le BEL Small et le BEL Mid. Avant de passer à l'analyse et la discussion des résultats en tant que telles, il convient de présenter brièvement la méthodologie utilisée dans le cadre de ce papier ainsi que les indices boursiers analysés qui constituent le champ d'investigation de notre recherche.

## 2. Méthodologie : échantillon et données

L'analyse de la présence des investisseurs institutionnels résulte de multiples choix méthodologiques, dont le premier est la portée de la démarche, à la fois descriptive et analytique. L'étude porte

sur les entreprises composant le BEL Small<sup>5</sup> et le BEL Mid<sup>6</sup> qui sont deux indices représentant les petites et moyennes structures cotées belges ; le premier étant composé de 34 entreprises<sup>7</sup> et le second de 30 entreprises<sup>8</sup>. Les entreprises publiques<sup>9</sup> (ou quasiment) et celles en profonde restructuration n'apportant que peu de plus-value à cette étude ont été supprimées, ce qui nous amène donc à 34 entreprises issues du BEL Small et 27 du BEL Mid (soit échantillon final de 61 entreprises). Les entreprises intégrées dans ces indices, ainsi que leur pondération, sont celles d'août 2012<sup>10</sup>.

Le logiciel Amadeus a ensuite permis, en août 2012, de collecter la structure actionnariale des entreprises. Malgré la qualité des données recueillies, celles-ci ne sont disponibles qu'avec un certain retard (données datant globalement de 2010/2011). De plus, Amadeus ne dispose pas de toutes les structures de capital nécessaires pour l'étude. Les informations manquantes ont donc été collectées soit via la base de données de l'actionariat des entreprises wallonnes réalisée par le CRISP et le gouvernement de la Région Wallonne<sup>11</sup>, soit via les rapports annuels 2011 présentés par les entreprises concernées. Toutefois, les structures actionnariales incorporées dans les rapports annuels sont relativement peu détaillées.

Par ailleurs, les structures actionnariales de l'échantillon d'entreprises recèlent une multitude d'actionnaires, dont divers organismes institutionnels, parfois difficilement reconnaissables. Dans le cadre de ce papier, l'attention est majoritairement portée sur les investisseurs institutionnels récurrents, dits transversaux<sup>12</sup>. Le type d'entreprises ciblées par ces derniers, leur nationalité, leur niveau d'investissement, leur potentielle zone géographique d'investissement privilégiée constituent la richesse du développement, sous-tendu par des tests de moyennes

5. Une entreprise est éligible si le flottant est supérieur au niveau du BEL 20 multiplié par 5500 euros avec un taux de rotation d'au moins 15 %. La composition du BEL Small est revue trimestriellement.

6. Une entreprise est éligible si le flottant est supérieur au niveau du BEL 20 multiplié par 55000 euros avec un taux de rotation d'au moins 15 %. La composition du BEL Mid est revue trimestriellement.

7. Les entreprises issues du BEL Small sont : Ablynx, Accentis, Atenor Group, Banimmo, Deceunink, Hamon & Cie, Devgen, Home Invest Belgium, IBA, Immobil, Intervest Retail, IRIS Group, Jensen Group, Leasinvest, Lotus Bakeries, MDXHealth, Montea, Option, Picanol, Pinguin Lutosa, Punch International, Quest for Growth, Realdolmen, Recticel, Rentabilweb, Résilix, Rosier, Roularta Media, Sapec, Sioen Industries, Ter Beke, Tigenix, Transics International, Zetes Industries.

8. Les entreprises issues du BEL Mid sont : Aedifica, Agfa-Gevaert, Arseus, Barco, Brederode, CFE, Compagnie du Bois Sauvage, Compagnie Maritime Belge, Duvel Moortgat, Econocom Group, Euronav, EVS Broadcast Equipment, Exmar, Galapagos, GIMV, Intervest Offices, Kinopolis Group, Melexis, Retail Estates, RHJ International, Sipef, Sofina, Tessengerlo, Thrombogenics, Van de Velde, Warehouses de Pauw, Wereldhave.

9. Il s'agit des entreprises : Dexia, Fluxys Belgium D et La Banque Nationale de Belgique

10. ZONE BOURSE [En ligne], disponible sur <http://www.zonebourse.com/>. Consulté le 13/08/12.

11. CRISP, Actionariat des entreprises wallonnes [En ligne], disponible sur <http://www.actionariatwallon.be>. Consulté le 15/09/2012.

12. Un investisseur institutionnel est considéré comme récurrent lorsqu'il réalise au moins deux investissements sur un indice. S'il dispose d'au moins un investissement aboutissant à une détention de capital supérieure à 10 % ou s'il s'agit d'un institutionnel belge, alors l'institutionnel est également intégré parmi les institutionnels récurrents.

permettant éventuellement de conforter la significativité des résultats présentés.

### 3. Présentation des résultats

La suite du présent travail se focalise sur la présentation des résultats ainsi que leur discussion. D'abord, nous allons analyser la hauteur des investissements réalisés par les investisseurs institutionnels au regard de la structure capitalistique des entreprises du BEL Small et du BEL Mid. Ensuite, leur évolution, en fonction des régions (Wallonie, Bruxelles et Flandre) et de la nationalité de l'institutionnel, sera intégrée à l'analyse. Enfin, les investissements institutionnels seront ventilés selon leur niveau de prise de participation.

#### 3.1. Structures actionnariales

Selon la nature du principal actionnaire, la structure capitalistique des entreprises cotées sur le BEL Small et le BEL Mid peut être de deux types. Premièrement, il peut s'agir d'entreprises dominées par une structure familiale et/ou dirigeante. Elles correspondent respectivement à 44 % et 52 % des entreprises composant le BEL Small et le BEL Mid. Secondement, nous distinguons celles surplombées par un (des) investisseur(s) institutionnel(s)<sup>13</sup>, qui constituent 35 % et 26 % des entreprises des deux indices respectifs.

En considérant les investisseurs institutionnels récurrents, au nombre de 38 pour le BEL Small et de 32 pour le BEL Mid<sup>14</sup>, nous sommes en mesure de constater, par l'intermédiaire du tableau 1, que ceux-ci sont logiquement implantés différemment au sein du capital de ces deux types d'entreprises : tant pour le BEL Small que pour le BEL Mid, il apparaît une présence institutionnelle (totale) moyenne significativement moindre, mais

13. Les entreprises résiduaire sont celles dont l'actionnariat ne répond à aucun des deux critères mentionnés (il peut s'agir d'entreprises dont le capital est éclaté, dominé par une entité morale ou physique qui n'est ni fondatrice, ni dirigeante, ni institutionnelle, etc.).

14. Initialement, le nombre d'investisseurs institutionnels était de 76 sur le BEL Small et de 67 sur le BEL Mid.

Tableau 1. Détentions institutionnelles sur le BEL Small et le BEL Mid selon le type d'actionnariat

	BEL Small		BEL Mid	
	Familiale Dirigeante	Institutionnelle	Familiale Dirigeante	Institutionnelle
Détention institutionnelle moyenne <sup>1</sup>	1,87 % a** b***	6,06 % a*	1,07 % b***	3,66 %
Présence institutionnelle totale moyenne <sup>2</sup>	9,37 % b***	32,27 %	8,72 % b***	33,42 %

\* significativité à 10 % ; \*\* significativité à 5 % ; \*\*\* significativité à 1 %.

a : la détention institutionnelle moyenne dans les entreprises dominées par une structure familiale/dirigeante (par un investisseur institutionnel) sur le BEL Small est significativement supérieure à celle de la même catégorie d'entreprises sur le BEL Mid.

b : la détention institutionnelle moyenne (ou totale moyenne) dans les entreprises dominées par une structure familiale/dirigeante sur le BEL Small (sur le BEL Mid) est significativement inférieure à celles dominées par un investisseur institutionnel sur le BEL Small (idem pour le BEL Mid).

1. Pourcentage moyen de capital détenu par un investisseur institutionnel pour chacune des catégories.

2. Moyenne des sommes des parts de capital détenues par tous les investisseurs institutionnels par entreprise de chacune des catégories.

toutefois existante, dans l'actionnariat des entreprises dominées par une structure familiale et/ou dirigeante.

De surcroît, nous constatons que la détention institutionnelle moyenne sur le BEL Small, quelle que soit la structure capitalistique, est significativement supérieure, comparaison faite avec le BEL Mid : un institutionnel semble donc investir proportionnellement plus dans une entreprise cotée sur le BEL Small. Le tableau 2, confondant ces deux catégories d'entreprises, confirme ce constat : en moyenne, un institutionnel investit 3,43 % dans une entreprise du BEL Small contre 1,77 % dans une entreprise du BEL Mid.

Néanmoins, dès lors qu'il s'agit de la détention institutionnelle totale moyenne, les résultats sont autres. En effet, au regard du tableau 1, quelle que soit la catégorie d'entreprises, il n'y a plus de différence significative entre BEL Small et BEL Mid : la présence institutionnelle totale moyenne n'est pas significativement différente entre les deux indices.

Cette tendance est à nouveau confirmée par le tableau 2 : en moyenne, les institutionnels occupent une place représentant 19,73 % du capital dans une entreprise du BEL Small, contre 16,27 % dans une entreprise du BEL Mid, différence jugée non significative au seuil de 10 %.

Tableau 2. Détentions institutionnelles tous secteurs confondus sur le BEL Small et le BEL Mid

	BEL Small	BEL Mid
Détention institutionnelle moyenne	3,43 % ***	1,77 %
Présence institutionnelle totale moyenne	19,73 %	16,27 %

#### 3.2. Présence dans les entités belges

Le tableau 3 permet de mettre en perspective le pourcentage de détention effectivement détenu par les institutionnels dans les entreprises wallonnes, bruxelloises et flamandes du BEL Small et du BEL Mid. Il propose que la distinction entre l'investissement institutionnel moyen entre ces deux indices, mise en lumière par le tableau 2, ne proviendrait pas des investissements réalisés en Wallonie (la différence n'est pas considérée comme significative), mais bien en Flandre et à Bruxelles.



De plus, nous constatons qu'il subsiste incontestablement un fossé entre les différentes régions belges. En effet, la détention institutionnelle dans les entreprises wallonnes est en moyenne significativement inférieure, comparaison faite avec celle des firmes flamandes, sur les deux indices.

Lorsque le point de comparaison se révèle être les entreprises bruxelloises, la situation est plus contrastée. Si, sur le BEL Small, l'institutionnel investit significativement moins dans les entreprises wallonnes, il n'apparaît, par contre, aucune différence significative entre ces deux régions sur le BEL Mid.

Tableau 3. Détentions institutionnelles moyennes dans les entités régionales belges sur le BEL Small et le BEL Mid.

	BEL Small	BEL Mid
<b>Bruxelles</b>	6,39 % <sup>a*** b***</sup>	1,33 %
<b>Flandre</b>	3,09 % <sup>a* b*</sup>	1,98 % <sup>b**</sup>
<b>Wallonie</b>	1,60 %	1,04 %

a : la détention institutionnelle moyenne est significativement supérieure sur le BEL Small par rapport au BEL Mid.  
b : la détention institutionnelle moyenne dans les entreprises flamandes/bruxelloises est significativement supérieure à celle des entreprises wallonnes.

Ces dernières constatations reflètent pertinemment le défi d'ampleur auquel les politiques (wallons) s'attachent, en vue de redynamiser cette Wallonie affaiblie depuis plusieurs décennies. Cet affaiblissement se traduit d'ailleurs également par une sous-représentation des entreprises wallonnes. En effet, les entreprises wallonnes représentent 18 % des entreprises composant le BEL Small, les entreprises bruxelloises 20 % et les entreprises flamandes 62 %. Respectivement, elles représentent 7 %, 26 % et 67 % du BEL Mid. Afin de surmonter l'ensemble de ces faiblesses, divers plans ont été adoptés (Plans Marshall), lesquels ambitionnent notamment de redorer le blason des entreprises wallonnes auprès des institutionnels.

### 3.3. Nationalité

Lorsque l'attention est portée sur l'origine des investisseurs institutionnels, nous constatons qu'une majeure partie des investissements découle d'institutionnels de nationalité belge, américaine et française. Ensemble, ils représentent respectivement 80 % et 82 % des investissements institutionnels sur le BEL Small et le BEL Mid. Pour le BEL Small, en termes bruts, pour un total de 190 investissements institutionnels, il en existe exactement 90 belges, 29 américains et 35 français. Pour le BEL Mid, il en existe respectivement 105, 62 et 32, pour un total de 248 investissements institutionnels.

Le tableau 4 permet de consolider l'origine de la différence significative entre les investissements institutionnels réalisés sur le BEL Small et le BEL Mid. En effet, il apparaît que ce sont les institutionnels belges qui réalisent des investissements significativement plus importants dans les petites structures

cotées belges, et non les institutionnels français et américains, pour qui la différence n'est pas jugée significative.

Tableau 4. Détentions institutionnelles moyennes selon la nationalité sur le BEL Small et le BEL Mid

	BEL Small	BEL Mid
<b>Belge</b>	2,41 % <sup>a**</sup>	1,31 %
<b>Américain</b>	2,21 %	1,11 %
<b>Français</b>	3,75 %	1,78 %

a : la détention moyenne d'un institutionnel est significativement supérieure sur le BEL Small par rapport au BEL Mid.

En termes de détention moyenne de capital, le tableau 4 révèle que les trois nationalités n'agissent pas significativement différemment au seuil de 10 % : les investisseurs institutionnels belges, américains et français ont des habitudes d'investissement similaires.

À propos des institutionnels belges plus précisément, ceux-ci sont fortement implantés dans les entreprises échantillonnées. Ils représentent respectivement 47 % et 43 % des investissements réalisés par les institutionnels récurrents sur le BEL Small et le BEL Mid, grâce à des acteurs tels que la Banque Degroof, KBC, Ackerman & Van Haaren, Petercam, Fédérale Assurance, Dexia et Argenta qui ont, pour la plupart, une consonance flamande.

### 3.4. Ventilation

Considérant le caractère statique de la notion de moyenne, il nous semble judicieux de nuancer les investissements institutionnels selon la part de capital qu'ils permettent d'acquérir (selon qu'elle soit inférieure à 1 %, comprise en 1 et 5 % ou supérieure à 5 %). C'est l'objet du tableau 5, duquel il ressort distinctement que la majorité des investissements institutionnels dans les entreprises cotées sur le BEL Small et le BEL Mid aboutissent à une détention de capital inférieure à 1 %. Nous expliquons ce constat par le fait que ces institutionnels, qui exercent majoritairement des activités bancaires, investissent avec une véritable vision de diversification des fonds.

Tableau 5. Répartition des parts de capital détenues par les institutionnels sur le BEL Small et le BEL Mid.

	BEL Small	BEL Mid
<b>&lt; 1 %</b>	51 %	59,03 %
<b>Entre 1 % et 5 %</b>	24,09 %	15,18 %
<b>&gt; 5 %</b>	24,91 %	25,79 %

Deux aspects liant intimement les investisseurs institutionnels et le conseil d'administration méritent d'être précisés à ce stade. Premièrement, lorsque la détention capitalistique par un institutionnel est située sous le seuil de 5 %, dans aucun cas, une représentation au conseil d'administration des entreprises en question n'est envisagée, en ce qui concerne le BEL Small et le BEL Mid. Toutefois, il convient d'accorder une ambiguïté certaine lorsque les détentions de capital sont supérieures à 5 %.

En effet, s'il est véridique qu'une détention supérieure émanant de l'institutionnel a une probabilité croissante d'aboutir à une implication accrue de ce dernier au conseil d'administration de l'entreprise concernée (permettant une influence sur ses orientations stratégiques), cette probabilité n'est pas maximale. Selon notre analyse, sur les 26 investissements institutionnels sur le BEL Small et sur les 22 sur le BEL Mid qui aboutissent à une détention capitalistique supérieure à 5 %, seuls respectivement 15 et 7 mènent à la nomination d'au moins un administrateur au sein de l'organe de surveillance. Divers facteurs d'influence sont à l'origine de cet écart : la nationalité de l'institutionnel, son activité principale, son but, l'activité de l'entreprise cible, etc., parfois difficilement observables.

## 4. Discussion

Comme en atteste le tableau 1, la détention institutionnelle sur le BEL Small, quelle que soit la catégorie capitalistique de l'entreprise cible (dominée par une structure familiale/dirigeante ou par un (des) investisseur(s) institutionnel(s)), est significativement supérieure à celle du BEL Mid. À l'inverse, il n'existe pas de différence significative en ce qui concerne la présence institutionnelle totale moyenne, qui représente la moyenne des parts totales détenues par les investisseurs institutionnels dans chaque entreprise de l'échantillon.

Dans les faits, lorsque sont considérés BEL Mid et BEL Small dans leur intégralité (c'est-à-dire lorsque n'est plus considérée la distinction entre structures capitalistiques), trois constats s'imposent. Tout d'abord, il apparaît qu'en moyenne, 5,6 investissements institutionnels sont réalisés dans une entreprise cotée sur le BEL Small contre 9,2 pour le BEL Mid. Ensuite, en nous référant au tableau 2, nous ajoutons que le poids d'un investissement individuel est significativement plus important sur le BEL Small que sur le BEL Mid (3,43 % contre 1,77 %). Finalement, l'investissement institutionnel total moyen réalisé dans une entreprise du BEL Small n'est pas significativement supérieur à celui du BEL Mid (19,73 % contre 16,27 %). En réalité, nous concluons que cette non-significativité est directement expliquée par les deux effets précédents qui se contrecarrent : le BEL Small accueille significativement moins d'investissements institutionnels que le BEL Mid (5,6/entreprise contre 9,2/entreprise) mais ils sont en moyenne significativement plus importants (3,43 %/investissement sur le BEL Small contre 1,77 %/investissement sur le BEL Mid).

En ce qui concerne la nationalité des institutionnels, présentée dans le tableau 4, celle-ci permet d'explicitier la différence existant entre les investissements institutionnels moyens sur le BEL Small et le BEL Mid. Il en ressort qu'il s'agit des investissements institutionnels belges (et non américains ou français) qui dopent la différence entre les deux indices. En effet, seuls les institutionnels belges investissent significativement plus dans les entreprises du BEL Small que celles du BEL Mid (2,41 % contre 1,31 %). Il convient également d'ajouter qu'aucune différence

significative n'est dénotée quant à la stratégie d'investissement des institutionnels belges, américains et français.

Concernant la zone géographique d'investissement, celle-ci concourt également à l'explication de l'écart entre BEL Small et BEL Mid, par l'intermédiaire de la Flandre et de Bruxelles. En effet, il apparaît, selon le tableau 3, que la région flamande contribue à creuser le fossé entre BEL Small et BEL Mid (3,09 % contre 1,98 %), bien que la différence entre ces deux indices soit statistiquement moins significative que celle observée sur Bruxelles. En effet, la capitale attire des investissements institutionnels significativement plus lourds sur le BEL Small que sur le BEL Mid (6,39 % contre 1,33 %), ce qui pourrait être attribué à la forte présence d'entreprises immobilières cotées sur le BEL Small dans cette région, au sein desquelles les institutionnels prennent des participations plus importantes, du fait d'une politique de dividendes plus accommodante. De surcroît, ce dernier facteur entraîne également une détention institutionnelle dans les entreprises bruxelloises significativement plus importante que dans les entreprises wallonnes sur le BEL Small, contrairement à la situation observée sur le BEL Mid. Quant à la Flandre, il apparaît clairement que l'investissement institutionnel moyen y est significativement supérieur, tant sur le BEL Small que sur le BEL Mid, en comparaison avec la Wallonie. Cela permet de constater que la Wallonie devrait impérativement poursuivre les efforts de redynamisation économique entrepris en vue de se montrer plus attrayante auprès des investisseurs institutionnels, qui constituent le moteur des économies modernes et ce, notamment par l'intermédiaire des plans Marshall.

## Conclusion

Les professionnels de l'intermédiation financière que sont les investisseurs institutionnels sont à l'origine d'un souffle de modernité du tissu économique universel, engendrant diverses théories et études. Relatives à l'étalement des thèses soutenant la passivité, l'activisme, voire même la neutralité des organismes institutionnels, elles sont amenées à coexister en raison de l'hétérogénéité comportementale de ces derniers, constatée par de nombreux auteurs dont les cibles privilégiées sont l'Amérique, bastion du développement de ces institutionnels et d'autres avant-gardistes tels que la Grande-Bretagne, la France et l'Allemagne. Du fait de sa relative puissance économique en comparaison à ces ténors, la Belgique ne fait pas l'objet d'analyses se référant à la présence, aux activités et aux attitudes des investisseurs institutionnels sur ses marchés financiers. Dans une optique de réduction de cette disparité informationnelle, la présente étude s'attèle à la prise de conscience du rôle de ces acteurs économiques d'envergure au sein des indices belges des petites et moyennes firmes, que sont le BEL Small et le BEL Mid.

Bien que la structure capitalistique familiale soit indéniablement la plus courante en Belgique, l'analyse de l'actionnariat des entreprises cotées sur le BEL Small et le BEL Mid révèle effectivement l'abondante présence d'investisseurs institutionnels

dans le contexte économique belge, principalement des banques, des « bancassureurs » et des sociétés d'investissement, dont la majorité est d'origine belge, américaine ou française. Par ailleurs, l'économie flamande prospère depuis plusieurs décennies, se traduisant, à titre comparatif avec la Wallonie, par une présence plus marquée des organismes institutionnels dans les entreprises flamandes échantillonnées, baignées dans un environnement propice au déploiement institutionnel. Toutefois, nombreux sont les mécanismes dont les autorités wallonnes usent, ces dernières années, en vue de redresser économiquement cette Wallonie en perte de vitesse, pouvant mener, à terme, à une redynamisation et une revalorisation des entreprises auprès d'acteurs institutionnels d'importance.

De plus, étant entendu que la majorité des investissements institutionnels aboutit à une détention capitaliste inférieure à 1 % au sein des entreprises en portefeuille (51 % et 59 % respectivement dans le cas du BEL Small et du BEL Mid), nous concluons que les investisseurs institutionnels tendent à opter pour des comportements passifs puisque ces participations ont uniquement pour vocation l'application du célèbre principe de diversification des fonds investis et que, par ailleurs, ce type d'agissement n'implique aucune représentation au sein de l'organe de surveillance des entreprises en question. Ces institutionnels sont donc orientés vers le court terme, contrairement à la définition faite par S. Lavigne (2004) et selon laquelle ils acquièrent des titres avec un horizon de placement de moyen à long terme. Toutefois, bien qu'ils soient moins courants, les investissements institutionnels considérables existent au sein des entreprises du BEL Small et du BEL Mid (supérieurs à 5 %) qui, selon les intentions de l'investisseur, se traduisent par une représentation au conseil d'administration, afin d'exercer une influence sur les orientations stratégiques des firmes et donc d'adopter un rôle assimilable à de l'activisme institutionnel.

Par ces principaux résultats, nous avons tenté d'éclaircir notre question de recherche initialement formulée par le biais de quatre critères de sélection, comment se traduit la présence des investisseurs institutionnels sur le marché belge et, plus précisément, sur le BEL Small et le BEL Mid ? Par ailleurs, nous observons une différence entre ces deux indices : le BEL Small attire significativement plus d'investisseurs institutionnels que le BEL Mid et ce, du fait de la prospérité de la région d'investissement et de la nationalité de l'institutionnel.

Pour conclure, nous projetons de reproduire la même méthodologie en utilisant les pourcentages des droits de vote des investisseurs institutionnels pour contourner la principale limite de notre travail qui réside dans l'utilisation des parts de capital détenues par les investisseurs institutionnels. Nous considérons également l'introduction du BEL 20 dans notre étude, afin de mettre en parallèle l'importance des investisseurs institutionnels comparativement aux deux indices analysés dans le cadre de cette recherche. Enfin, pour contourner le caractère exploratoire de cette étude, nous pourrions envisager d'analyser l'influence des investisseurs institutionnels récurrents sur la gouvernance et les orientations stratégiques des entreprises cotées belges.

## Bibliographie

- Baudru Daniel, Lavigne Stéphanie, Morin François. Les investisseurs institutionnels internationaux : une analyse du comportement des investisseurs américains. *Revue d'économie financière*, 2001, n° 61, p. 121-133.
- Ben M'Barek Noura. Relations entre les firmes et les actionnaires institutionnels : promotion de l'investissement relationnel. *Laboratoire Orléanais de Gestion*, 2001, n° 5, 23p.
- Ben M'Barek Noura. L'hétérogénéité du comportement de contrôle des investisseurs institutionnels français. *Revue d'économie financière*, 2008, n° 91, p. 231-254.
- Brabet Julienne. La main visible des investisseurs institutionnels. *Revue Française de Gestion*, 2002, n° 141, p. 203-224.
- Brancato Carolyn. *Institutional Investors and Corporate Governance : Best Practices for Increasing Corporate Value*. Chicago, USA : Irwin Professional Pub, 1997, 242p.
- Brickley James, Lease Ronald, Smith Clifford. Ownership structure and voting on antitakeover Amendment. *Journal of Financial Economics*, 1988, Vol. 20, p. 267-291.
- Bushee Brian. Do institutional investors prefer near term earnings over long run value? *Contemporary Accounting Research*, 2001, Vol. 18, n° 2, p. 207-246.
- Chen Xia, Harford Jarrad, Li Kai. Monitoring : Which institutions matter? *Journal of Financial Economics*, 2007, Vol. 86, n° 2, p. 279-305.
- Du Boys Céline. *L'activisme des investisseurs institutionnels est-il un outil efficace ? Quelques réponses de la littérature*. Centre d'Etudes et de Recherche en Gestion d'Aix-Marseille, 2003, 28p.
- Gillan Stuart, Starks Laura. Corporate Governance proposals and Shareholder activism : the Role of Institutional Investors. *Journal of Financial Economics*, 2010, Vol. 57, p. 275-305.
- Girard Carine. L'incidence de l'activisme actionnarial sur les mécanismes de gouvernance : le cas français. *Finance Contrôle Stratégie*, 2004, Vol. 7, n° 3, p. 91-116.
- Hirschman Albert. *Face au déclin des entreprises et des institutions*. Paris, France : Éditions Ouvrières, 1972, 141p.
- Izraelewicz Erik. *Le capitalisme zinzin*. Paris, France : Grasset, 1999, 280p.
- Kochhar Rahul, David Parthiban. Institutional investors and firm innovation : a test of competing hypotheses. *Strategic Management Journal*, 1996, Vol. 17, n° 1, p. 73-84.
- Lavigne Stéphanie. *L'industrie des fonds de pension : les investisseurs institutionnels américains*. Paris, France : L'Harmattan, 2004, 246p.
- Lianos Angelos. La place des investisseurs institutionnels internationaux dans le droit des marchés financiers français. Mémoire en Droit des Affaires, Université Robert Schuman de Strasbourg, 2003, p. 64.
- Manin Frédéric. Les investisseurs institutionnels. Thèse de Doctorat, Université de Paris I Panthéon-Sorbonne, 1997, 580p.
- OCDE. *Rôle et typologie des systèmes de pension privés*. Paris, France : Les Éditions de l'OCDE, 2009.
- Rousseau Stéphane, Crête Raymonde. De la passivité à l'activisme des investisseurs institutionnels au sein des corporations : le reflet de la diversité des facteurs d'influence. *McGill Law Journal*, 1997, n° 42, p. 864-960.
- Sahut Jean-Michel, Othmani Gharbi Hidayat. Activisme des investisseurs institutionnels : cadre général et facteurs d'influence. *La Revue des Sciences de Gestion*, 2010, n° 243-244, p. 25-33.