



HAL
open science

L'évolution de l'activisme actionnarial en France au cours des deux dernières décennies

Carine Girard, Stephen Gates

► **To cite this version:**

Carine Girard, Stephen Gates. L'évolution de l'activisme actionnarial en France au cours des deux dernières décennies. 12ème Congrès International de Gouvernance (CIG 2013), May 2013, Nantes, France. hal-00853366

HAL Id: hal-00853366

<https://hal.science/hal-00853366>

Submitted on 22 Aug 2013

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.

**L'EVOLUTION DE L'ACTIVISME ACTIONNARIAL EN FRANCE,
AU COURS DES DEUX DERNIERES DECENNIES**

Carine GIRARD
AUDENCIA Nantes – School of Management
PRES LUNAM

Stephen GATES
AUDENCIA Nantes – School of Management
PRES LUNAM

Résumé :

Le paysage de la recherche portant sur l'activisme actionnarial a beaucoup évolué au cours de ces deux dernières décennies, depuis les recherches fondatrices dont le socle est la théorie positive de l'agence. L'objectif de cette étude exploratoire est d'illustrer cette évolution, à travers une synthèse des travaux empiriques menés dans un contexte institutionnel et légal peu connu des chercheurs anglo-saxons : le contexte français. De cette synthèse, nous proposerons un nouveau modèle conceptuel plus complexe de l'activisme actionnarial intégrant, non seulement, la théorie positive de l'agence, mais également, la théorie néo-institutionnelle.

Mots clés : activisme actionnarial, engagement actionnarial, gouvernance d'entreprise

Introduction

Quel que soit le contexte institutionnel et légal, l'activisme actionnarial se définit comme un processus de contestation initié par un voire plusieurs actionnaires minoritaires (Wahal, 1996 ; Del Guercio et Hawkins, 1999 ; Gillan et Starks, 2000 et 2007 ; Becht, Franks, Mayer et Rossi, 2010). Ce processus graduel est composé d'un ensemble d'activités d'influence, plus ou moins hostiles. En général, il débute par une phase consensuelle de rencontres informelles entre la direction et le(s) actionnaire(s) mécontent(s) visant à parvenir à un arrangement privé pouvant se traduire, par exemple, par le retrait d'un projet de résolution à l'ordre du jour de l'Assemblée Générale (désormais AG). En cas d'échec de ce dialogue privé, d'autres initiatives publiques et davantage coercitives s'enchaînent. Il peut s'agir de la médiatisation du désaccord par communiqués de presse ; de l'envoi d'une lettre à l'Autorité des Marchés Financiers (désormais AMF) ; ou, bien encore, de contacts formels ou informels pris avec d'autres actionnaires afin de les inciter à se joindre à une éventuelle coalition dissidente d'actionnaires. Ce dialogue public avec un ensemble de parties prenantes externes à l'entreprise peut-être à l'origine de la troisième phase : celle de la bataille de procurations. Cette dernière vise à obtenir la majorité des droits de vote, lors de la tenue de l'AG, afin d'approuver ou de rejeter des résolutions. Enfin et en dernier ressort, le(s) actionnaire(s) activiste(s) exerce(nt) un fort degré conflictuel caractérisé par leur retrait de la société critiquée (c'est-à-dire la cession de leur participation financière) ou par leur demande en justice de la réparation du préjudice subi.

S'il existe une revue de la littérature importante sur l'activisme actionnarial, dans les pays anglo-saxons, cela s'explique, en partie, par la qualité de la protection juridique offerte à leurs actionnaires. Dans leur analyse comparative, La Porta, de Silanez, Schleifer et Vishny (1998) observent que les coûts des pratiques d'expropriation des actionnaires minoritaires sont plus élevés dans les pays de droit commun que de droit civil. Par exemple, la France, qui est un pays de droit civil, a tardivement supprimé les offres publiques rampantes. De plus, la position de force de l'actionnaire dans le partage de la valeur ne dépend pas uniquement de sa possibilité de sortie, mais également, de sa capacité à prendre la parole. Or, La Porta et *al.* (1998) observent que, dans les pays de droit civil, cette capacité est faible, étant donné l'impossibilité qu'ont les actionnaires à voter de manière électronique ; l'obligation de conserver leurs actions quelques jours avant la tenue de l'Assemblée Générale (désormais AG), s'ils souhaitent y prendre la parole ; ainsi que le pourcentage élevé de droits de vote

nécessaire pour demander la tenue d'une Assemblée Générale Extraordinaire (AGE). Par conséquent, ces faibles prérogatives juridiques encouragent, d'une part, les actionnaires internes (actionnaires majoritaires et dirigeants) à renforcer leur contrôle, *via* des cascades de holding et de participations croisées. D'autre part, elles rendent les coûts de l'activisme actionnarial extrêmement élevés. En particulier, dans leur étude comparative portant sur les résolutions soumises par des actionnaires externes dans les sociétés européennes continentales, Cziraki, Renneboog et Szilagyi (2010) montrent que leur taux d'approbation est bien plus faible que celui des sociétés britanniques.

Néanmoins, au cours de ces vingt dernières années, plusieurs changements institutionnels ont eu lieu en France ayant eu pour conséquences : (1) de reconnaître un véritable droit de sortie aux actionnaires minoritaires ; (2) de diminuer les coûts de l'activisme actionnarial ; (3) de développer deux formes d'activisme institutionnel antinomiques. La première est exercée par des investisseurs institutionnels de court terme (Goyer et Jung, 2011). La seconde, plus légitime (Déjean, Le Theule et Oxibar, 2011) est qualifiée d'engagement actionnarial (Novethic, 2011). Cet activisme plus socialement responsable cible les entreprises, en fonction de critères extra-financiers (dits « Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance »), dans le but d'exercer une pression davantage normative que coercitive.

Or, cette « professionnalisation de l'activisme actionnarial »¹ se traduit par la mise en place d'un processus complexe, évolutif et dynamique, composé d'un ensemble de relations inter-organisationnelles, plus ou moins légitimes, ignorées par la théorie positive de l'agence. En effet, l'environnement institutionnel et légal est davantage subi, que choisi ou construit (Charreaux, 2002), conduisant à une conception davantage statique que dynamique du processus d'activisme actionnarial. D'où la nécessité d'adopter une « approche davantage ouverte »² (Aguilera, Filatotchev, Gospel et Jakson, 2008), afin d'intégrer le contexte institutionnel et légal.

La théorie néo-institutionnelle met justement l'accent sur l'influence de ces pressions institutionnelles sur les comportements des acteurs. Afin d'étudier cette influence, Hall et Solskice (2001) proposent de dissocier les économies de marché libéral³ des économies de

¹ *Les Echos*, 30 avril 2008, « L'activisme actionnarial se professionnalise ».

² Traduction française de « *open-system approach* ».

³ Traduction de « *Liberal Market Economies* ».

marché coordonné⁴ caractérisées par une forte présence de l'Etat dans la régulation du marché financier. Au cours de ces vingt dernières années, ces économies ont connu de profondes mutations, se traduisant par une convergence de leur modèle vers celui des économies de marché libéral.

Au sein de ces économies de marché coordonné, les entreprises sont davantage orientées sur la société (Kang et Moon, 2012). Elles entretiennent avec les acteurs économiques des relations multiples centrées sur le maintien de la cohésion sociale (Capron, 2006). La régulation économique n'est alors pas fondée sur le marché (Hall et Solskice, 2001), mais sur des mécanismes relevant davantage de l'Etat et d'institutions coercitives, au sein desquels les lois et règlements exercent un fort contrôle sur les comportements sociaux (Krivogorsky et Grudnitski, 2010). Ainsi, les entreprises de ces économies ajustent leurs stratégies en fonction de ces pressions institutionnelles. En outre, le contexte social, principalement dominé par des réseaux privés et des élites, joue un rôle également déterminant dans ces mesures d'ajustement.

Suite à des privatisations substantielles, l'internationalisation des grandes entreprises et le resserrement budgétaire étatique, certaines économies de marché coordonné telles que la France ont plutôt réduit leur contrôle du secteur privé (Steurer, Martinuzzi, et Margula, 2012). Alors qu'aujourd'hui les exigences en termes de valeur actionnariale n'ont cessé d'augmenter, la question se pose de savoir si ces économies de marché coordonné ont encore la possibilité de maintenir ce contrôle étatique. En effet, au cours de ces vingt dernières années, on constate une augmentation de la participation financière des investisseurs institutionnels des économies de marché libéral au sein des grandes entreprises françaises. Ces derniers, étant davantage préoccupés par des questions de « bonne » gouvernance et, par conséquent, d'exercice de leurs droits de vote, on peut s'interroger sur les évolutions du cadre juridique et réglementaire français. En particulier, l'Etat français modifiera-t-il le cadre juridique afin de d'encourager le développement de l'activisme institutionnel ?

Par conséquent, l'objectif scientifique de ce papier est d'analyser les évolutions de ce processus d'activisme actionnarial, au sein du contexte français. De cette synthèse des travaux empiriques réalisés en France, nous proposerons un nouveau modèle conceptuel plus complexe de l'activisme actionnarial intégrant, non seulement, la théorie positive de l'agence, mais également, la théorie néo-institutionnelle.

⁴ Traduction de « *Coordinated Market Economies* ».

Notre article est structuré de la manière suivante. Dans une première partie, nous analyserons, de 1989 à 2000, l'émergence tardive de ce processus. Dans une deuxième partie, nous présenterons les évolutions de ce processus, de 2001 à 2012. Enfin, dans une dernière partie, nous présenterons les conséquences épistémologiques de ces évolutions institutionnelles.

1. DE 1989 A 2000 : UNE EMERGENCE TARDIVE...

1.1. LE CONTEXTE INSTITUTIONNEL ET LEGAL

Le développement de la protection des actionnaires minoritaires n'a joué qu'un rôle très secondaire dans la croissance de l'économie française pendant « les trente glorieuses », ces années de croissance forte et rapide qui ont suivi la seconde guerre mondiale, jusqu'aux chocs pétroliers de l'OPEP. Pendant cette période, le gouvernement français contrôlait l'allocation de crédits aux entreprises par un système de restrictions et de subventions ciblées par le biais d'une myriade d'agences publiques et semi-publiques (Loriaux 1991). Les sources de financement des entreprises étaient fortement administrées par l'Etat français ; à tel point qu'en 1975, la valeur des obligations et des actions ne représentait que 27% du PIB français, comparée aux 102% aux Etats-Unis et 84% au Royaume-Uni, et était inférieure également à celles des autres principaux pays européens.

Dès les années 19(80), les entreprises françaises ont commencé à se détourner du financement administré et bancaire. Cette tendance s'explique par plusieurs faits. (1) L'abandon en 1971 du système de taux de change fixe « Bretton Woods » fut à l'origine du système monétaire européen. Ce nouveau système a imposé une politique monétaire et des marchés financiers plus intégrée (Loriaux, 1991). (2) En même temps, les crises pétrolières des pays de l'OPEP ont généré un taux d'inflation élevé tout au long des années 70, ce qui a réduit le financement par dette (Hayward, 1986). Quelle que soit l'importance relative de chacune des ces causes, le gouvernement français a adopté en 1984 la Loi Bancaire, qui a supprimé le système exclusif de financement administré au profit d'un financement de marché. Cette loi a encouragé à la fois une réorganisation des marchés boursiers français et une compétition entre les banques, compagnies d'assurances et autres institutions financières (Loriaux 1991). En 1986, le gouvernement français a entamé son programme de privatisation d'entreprises publiques qui a représenté à lui seul presque la moitié de l'émission publique des actions en 1986 et 1987. Les

recettes de ces privatisations furent affectées à la consolidation des finances publiques françaises (O'Sullivan 2006).

Suite à cette ouverture au financement de marché, le début des années 1990 a été marqué, d'une part, par l'affirmation de véritables droits de sortie pour les actionnaires minoritaires et, d'autre part, par une reconnaissance d'agir collectivement. La Loi n°89-531 du 2 août 1989 a instauré deux dispositions juridiques permettant aux actionnaires minoritaires de céder leur participation financière. La première⁵ stipule qu'un actionnaire, ayant franchi le seuil d'un tiers⁶ des actions ou des droits de vote d'une société cotée, doit obligatoirement déposer une Offre Publique d'Achat (désormais OPA). La seconde⁷ prévoit qu'un actionnaire détenant au moins 95% du capital social d'une société cotée peut exiger qu'une procédure de retrait obligatoire soit initiée. Enfin, la Loi n°89-421 du 23 juin 1989 a reconnu aux associations d'investisseurs, mandatées par au moins deux personnes physiques, ayant subi un préjudice individuel causé par le fait d'une même personne, la possibilité de demander réparation des dommages collectifs. Ces associations doivent préalablement être agréées par la Commission des Opérations de Bourse⁸ (désormais COB) pour agir en justice devant toutes les juridictions. A ces associations, est conféré un certain nombre de droits à l'information et de prise de parole reconnus aux actionnaires par la Loi n°66-537 de 24 juillet 1966, tels que le droit de déposer des résolutions lors de la tenue de l'AG ; le droit de demander la désignation d'un mandataire de justice afin de convoquer une AG ; le droit de récuser le commissaire aux comptes ; ou de demander, en justice, une expertise de gestion dans le but de collecter des informations complémentaires sur une ou plusieurs opérations de gestion⁹.

Par conséquent, en 1995, on pouvait observer que la capitalisation du marché des actions a atteint 33% du PIB contre 11% en 1975. De plus, entre 1995 et 2001, cette capitalisation a connu une croissance spectaculaire en atteignant 79% du PIB. Celle-ci a augmenté, non seulement, grâce aux 40 milliards d'euros générés par la privatisation des entreprises

⁵ art. 5-5-4 du Règlement général du Conseil des Marchés Financiers.

⁶ Ce seuil a été abaissé à 30%, le 1^{er} janvier 2010.

⁷ art. 5-6-1 à 5-6-4 du Règlement général du Conseil des Marchés Financiers.

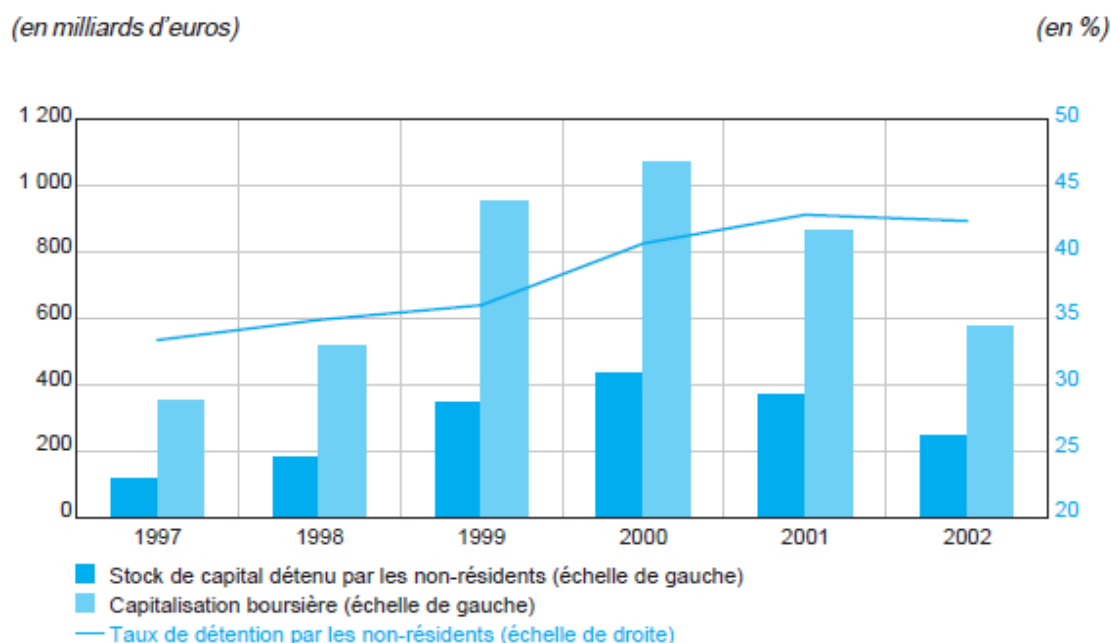
⁸ Depuis la Loi sur la Sécurité Financière de 2003, la commission des opérations de Bourse et le Conseil des Marchés Financiers ont fusionné pour devenir l'actuel Autorité des Marchés Financiers.

⁹ Cette demande est permise dans deux cas de figure : (1) lorsqu'un ou plusieurs actionnaires, détenant au moins 10% du capital, demande(nt) la désignation d'un ou plusieurs experts dans le but d'établir un rapport sur une ou plusieurs opérations de gestion (art. L226, al. 1 de la loi de 1966) ; (2) lorsqu'il(s) ne détienne(nt) pas 10% du capital, l'article 145 du Nouveau Code de Procédure Civil leur accorde le droit de « rassembler des éléments de preuve susceptibles d'être utiles à la solution d'un litige à venir ».

publiques (un montant très important comparé aux autres pays européens), mais également suite à des opérations de fusions et d'acquisitions parmi les principales sociétés du CAC 40 (Banque de France, 2004).

Pendant la première décennie de privatisations, la participation financière étrangère dans les entreprises cotées françaises a progressé de 10%, en 1985, pour atteindre 25%, en 1994 (Banque de France, 2004). Entre 1997 et 2000, le gouvernement français a ouvert le capital de plusieurs entreprises publiques importantes (France Télécom, Thomson, Crédit Lyonnais, etc...) aux capitaux privés. Ce processus a augmenté de façon mécanique le pourcentage d'actions détenues par des investisseurs étrangers dans les grandes entreprises françaises. Surtout entre 1998 et 2000, période au cours de laquelle plusieurs grandes entreprises françaises (Total, Rhône-Poulenc, Cap Gemini, France Télécom, Vivendi, etc.) ont réalisé un certain nombre de fusions importantes et de rachats avec des sociétés étrangères, portant ainsi le pourcentage d'actionnaires étrangers de 34,9% à 40,7% dans les sociétés du CAC 40, en 2000 (cf. graphique 1).

Graphique 1
Détention du capital des entreprises résidentes du CAC 40 par les non-résidents en fin d'année



Source : Euronext, Banque de France – Direction de la Balance des paiements – Serib

L'émergence tardive de la protection des actionnaires minoritaires peut également être attribuée à la façon dont la privatisation des entreprises publiques s'est effectuée. Dès 1986 et jusqu'à 1997, un système de participations croisées au sein des entreprises françaises a effectivement donné lieu à un modèle de gouvernance basée sur un « noyau dur » qui protégeait la direction française de toute ingérence de la part des actionnaires, et plus particulièrement des actionnaires étrangers (Harbula, 2007). Selon ce système il incombait aux sociétés françaises, privées et publiques, d'acheter des actions dans chaque entreprise publique au moment de la privatisation. D'ailleurs, ces participations croisées furent renforcées par le réseau social des cadres partageant les mêmes points de vue, ces derniers créant des liens croisés au travers des conseils d'administration de ces mêmes grandes entreprises. Harbula (2007, p. 91) décrit ce réseau étroit comme suit :

« Les grands groupes français se caractérisent par une surreprésentation de cadres issus de l'ENA (grande école pour élite bureaucratique française) et d'autres grandes écoles. En 1999, 27 dirigeants du CAC 40 étaient issus de l'ENA ou de Polytechnique. Bien que le cumul des places sur des conseils d'administration ait été limité par la Loi portant sur les Nouvelles Régulations Economiques en 2002, à la fin de 2003, 22% des membres de conseil d'administration occupaient toujours 44% des places dans les conseils d'administration du CAC 40. »¹⁰

Harbula (2007, p. 91) conclut que :

« Le modèle distinctif de gouvernance française qui en résulte, dans lequel les actionnaires de plusieurs entreprises différentes sont reliés entre eux par une toile de participations croisées, est un modèle *de facto* de contrôle par la direction dans lequel les actionnaires ont très peu de voix ou d'influence. »¹¹

Néanmoins, l'hermétisme du système de participations croisées au sein des entreprises françaises a commencé à s'effriter en 1997 quand Axa, un acteur central parmi les institutions

¹⁰ « The large groups in France are characterized by overrepresentation by executives originating from the ENA (Management School for the top-level French State bureaucracy) and other "Grandes Écoles." In 1999, 27 top executives of the CAC 40 were from the ENA or Polytechnique. Although cumulative board membership has been largely limited under the new laws and regulations adopted in 2002 (Loi portant sur les Nouvelles Régulations Economiques), at the end of 2003, 22% of board directors were still holding 44% of the CAC 40 board seats. »

¹¹ « The resulting distinctive French corporate governance model, in which the shareholders of many different companies are linked in a web of cross ownership, is a model of *de facto* control by management in which shareholders have very little voice or influence. »

financières françaises, a décidé de se séparer de la part de ses investissements qui n'était pas reliée à son activité centrale (O'Sullivan 2006). Tout en entreprenant une stratégie d'acquisitions au niveau mondial avec pour but de devenir un concurrent international dans l'industrie des assurances, Axa a vendu ses participations croisées non-stratégiques afin de financer son expansion. D'autres grandes entreprises françaises l'ont suivi en effectuant rapidement de nombreuses acquisitions à l'étranger, avec pour conséquence le déclin de ce système hermétique de participations croisées.

1.2. L'EMERGENCE D'UN ACTIVISME JUDICIAIRE ET ASSOCIATIONNEL

Un activisme coûteux

Face à cette structure complexe de propriété, les actionnaires minoritaires disposent d'un pouvoir limité et restreint par la loi de 1966. Cette dernière reconnaît à un actionnaire la possibilité de déposer une résolution, lors de la tenue de l'AG, à la condition qu'il détienne, seul ou collectivement, au moins 10% du capital social. Ces coûts étant exorbitants, seuls des professionnels étaient en mesure de les engager. Pour donner un ordre de grandeur, Albouy et Schatt (2009) calculent que 250 millions d'euros de frais de communication et d'acquisition des actions de la société Vivarte ont dû être dépensés par le fonds Atticus et le raider Guy Wyser-Pratte pour mener l'unique bataille de procurations réussie, avant 2001. L'Hélias (1997, p. 84) souligne qu'à l'exception des associations d'investisseurs, de certains investisseurs individuels et institutionnels, les assemblées générales se déroulent souvent dans un climat non houleux caractérisé par un fort taux d'abstention. Néanmoins, l'étude de Parier (1997), portant sur 408 assemblées générales de sociétés cotées en France, montre que le taux des résolutions votées à moins de 96% d'approbation, bien que très faible (0,009%, pour l'année 1992), ne cesse d'augmenter pour atteindre 0,07%, en 1997.

Un activisme davantage judiciaire...

Par conséquent, dans une première étude descriptive et comparative, reposant sur un échantillon de 79 sociétés françaises (de 1989 à 2000) et de 57 sociétés britanniques (de 1992 à 2000), Girard (2000) détermine que le recours judiciaire est préféré à la bataille de procurations, en France. Couret et de Sentenac (1990), Couret (1996) et Girard (2002) soulignent que le recours judiciaire permet : (1) d'arrêter le temps, afin de solliciter le vote des actionnaires encore passifs ; (2) de menacer la direction d'une procédure longue nuisible à la réputation de la société ; (3) de négocier une réévaluation de la prime de sortie offerte par

l'offre publique contestée ; (4) d'utiliser des vides juridiques afin d'augmenter la probabilité de succès de l'activisme actionnarial. Ainsi, la première particularité de l'activisme actionnarial, en France, réside dans le fait que les activités d'influence ne sont pas aussi séquentielles que dans le modèle anglo-saxon, étant donné que la voix contentieuse est privilégiée en complément des autres activités d'influence.

... actionné par des avocats et des associations d'investisseurs

La seconde particularité réside dans le fait que seuls des experts judiciaires étaient en mesure d'exercer ces actions contentieuses. Par exemple, l'administrateur judiciaire et avocat, Alain Géniteau, en tant qu'actionnaire minoritaire de nombreuses sociétés cotées, telles que Lagardère Capital Management, Testut, Cerus et Crédit Foncier, n'a pas hésité à déposer plusieurs recours judiciaires, aux débuts des années 1990 (Cozian, Deboissy et Viandier, 2002). Soulignons qu'Alain Géniteau fut également l'un des avocats de l'Association Des Actionnaires Minoritaires (ADAM), créée en 1991 par Colette Neuville. Comme analysé par Girard (2001), cette association a été très active, au cours de la première décennie. De 1991 à 2000, elle est intervenue dans 32,4% des initiatives publiques de contestation recensées *via* la presse financière. Le plus souvent, elle fût mandatée par des investisseurs institutionnels ; parmi lesquels le raider Guy Wyser-Pratte (affaires : « Pinault-Printemps-La Redoute », en 1994 ; « la France SA », en 1996) ou encore les fonds de pension CREF (*College Retirement Equities Fund*) et CalPERS (*California Public Employees Retirement System*) (dans dossier « Elf Aquitaine » - société connue aujourd'hui, sous la dénomination sociale Total - en 1994). Sur cette période, son action judiciaire débutait généralement par un courrier envoyé à la COB, afin que celle-ci décide d'ouvrir ou non une enquête. Cette première étape était généralement suivie d'un nouveau recours demandant la désignation d'un expert en justice. Selon Guyon (1994), l'intérêt de cette expertise est d'obtenir des informations complémentaires sur un ou plusieurs actes de gestion, dans le but d'apporter la preuve d'une action en responsabilité ou en annulation.

Ce « levier collectif » (Useem, 1996), actionné grâce au mandat donné aux associations d'investisseurs, a eu une incidence significative et positive sur la réussite de l'activisme actionnarial, en France. En particulier, l'ADAM a connu un taux de réussite élevé de 59,38%, sur la période 1989-2000 (Girard, 2003).

Si l'intervention d'une action associationnelle et judiciaire augmente la probabilité de réussite de l'activisme actionnarial, quelles conséquences a-t-elle sur la performance financière de l'entreprise critiquée et sur sa gouvernance ?

1.3. UN MECANISME DISCIPLINAIRE ?

La réaction du marché financier

Seule l'étude d'événements réalisée par Girard (2003) permet de déterminer la réaction du marché financier, à l'annonce publique d'un événement d'activisme (i.e. d'une activité d'influence publique, quel que soit son degré conflictuel). A partir d'un échantillon composé d'une trentaine de sociétés françaises critiquées par des actionnaires minoritaires, entre 1989 et 1997, Girard (2003) détermine, tout d'abord, une absence de réaction positive du marché financier, un jour avant l'annonce publique d'un événement d'activisme. Néanmoins, l'auteur calcule des rentabilités anormales cumulées positives, sur une fenêtre d'événements de 40 à 30 jours avant la médiatisation d'un événement conflictuel avec les actionnaires minoritaires. Afin d'analyser ce dernier résultat, Girard (2003) suppose qu'une relation linéaire existe entre cette réaction positive et les déterminants du processus d'activisme. Or, elle détermine qu'il existe certes une relation positive et significative, mais uniquement, entre les rentabilités anormales cumulées et l'objet du conflit, en particulier ceux portant sur l'équité des offres publiques.

Plusieurs études empiriques montrent, en effet, que le contenu informationnel du motif de contestation explique la réaction du marché financier. Plus celui-ci sera « non routinier »¹² (Cziraki, Renneboog et Szilagyi, 2010) ou agressif (Klein et Zur, 2009), plus forte sera alors la probabilité de succès de l'activisme actionnarial. D'où une réaction positive du marché financier.

Cependant, il existe une seconde explication. Comme énoncé précédemment, les vides juridiques existant, sur cette première période, sont à l'origine de retournements de situation en faveur des actionnaires minoritaires. On peut relever à titre d'illustrations : la suppression des OPA partielles (affaires : « Pinault-Printemps » ; « Galeries Lafayette » ; « Compagnie Internationale des Wagons Lits ») ; la détermination des modalités d'exercice des droits préférentiels de souscription (« affaire L'Amy ») ; la définition du champ d'application de

¹² Le caractère « non routinier » est lié à la nomination/révocation d'un administrateur, celui qualifié d'« agressif » porte également sur le même motif auquel s'ajoutent les suivants : contestation d'une fusion ; démantèlement de la société ; rachat d'actions ; changement de PDG ; diminution de la rémunération globale du PDG et distribution des liquidités de l'entreprise sous forme de dividendes.

l'article relatif à la procédure de retrait obligatoire (« l'affaire Adam contre Société Générale-Havas ») ; de l'étendue des compétences des autorités boursières sur les conditions des offres publiques (affaires : « A. Géniteau contre la société Elyo » ; « Mr Bückel contre la société Fermière du Casino Municipal de Cannes ») ; ou des critères d'évaluation pour définir un prix équitable lors des offres publiques (affaires : « Sogenal » ; « Avenir Havas Media » ; « ADAM/Schneider/Legrand »).

Enfin, soulignons que l'absence de visibilité de la cause actionnariale, un jour avant l'annonce médiatique d'un évènement d'activisme, s'explique par le fait qu'il existe un biais méthodologique lié à la sélection de la date d'annonce (déjà souligné par Gillan et Starks (2007), dans leur article portant sur l'évolution de l'activisme actionnarial aux Etats-Unis) et au problème d'endogénéité du modèle¹³. En effet, l'activisme actionnarial est composé de plusieurs évènements graduels débutant par des activités d'influence consistant à dialoguer en privé, c'est-à-dire en dehors de la scène médiatique (« *behind the scenes* »). Or la constitution des bases de données en France s'effectue uniquement à partir d'une revue de la presse financière. Par conséquent, la date choisie dans l'étude d'évènement réalisé par Girard (2003) marque surtout le début de la phase publique du processus de contestation. Or les entretiens privés avec les investisseurs, au cours de la phase antérieure, influencent les anticipations du marché financier sur la valeur future de l'entreprise contestée. Ainsi, la succession des activités d'influence plus ou moins identifiables, mais aussi, les mécanismes préventifs et curatifs actionnés par la coalition de contrôle, sont autant d'évènements supplémentaires qui peuvent expliquer la diversité des réactions du marché financier sur des fenêtres d'évènement, plus ou moins larges.

Les effets sur la gouvernance

Toujours sur la période 1989 à 2000, Girard (2004) réalise une série de tests non paramétriques dans le but d'identifier la réaction de 59 sociétés françaises cotées critiquées par un ou plusieurs actionnaires minoritaires. En particulier, ces sociétés améliorent-elles leurs mécanismes de gouvernance, de manière proactive ou réactive, afin d'atténuer la réaction du marché financier ?

¹³ Notons, qu'en utilisant le modèle Tobit, Cziraki, Renneboog et Sziralagyi (2010) ont récemment résolu le problème d'endogénéité du modèle d'activisme actionnarial.

Ces sociétés ont été réparties, dans plusieurs groupes, en fonction des déterminants de l'activisme actionnarial que sont la nature des activités d'influence et l'objet du conflit d'intérêt. Girard (2004) détermine, tout d'abord, que la forme judiciaire de l'activisme actionnarial incite les investisseurs institutionnels étrangers à céder leurs participations financières avant et après l'annonce publique du conflit d'intérêt. Ensuite, reprenant la distinction de Wahal (1996), l'auteur distingue les sociétés ciblées pour leur performance financière de celles ciblées pour gouvernance. Dans le premier groupe, la coalition de contrôle gère son actionnariat de manière proactive et réactive. Au cours de l'année précédant la phase publique du processus d'activisme, elle améliore la qualité de sa gouvernance en adoptant de nouveaux comités spécialisés. Un an après l'annonce publique du conflit, elle intensifie sa politique de communication et renforce son contrôle par l'adoption d'au moins un nouveau dispositif anti-OPA tel que l'émission d'actions à droits de vote double, la création d'un holding de contrôle ; l'établissement d'un nouveau pacte d'actionnaires ; etc... Dans le second groupe composé de sociétés visées par des actionnaires désireux d'améliorer la qualité de leur gouvernance, Girard (2004) constate que la coalition de contrôle mène uniquement une stratégie proactive consistant à neutraliser les mécanismes de gouvernance par l'adoption d'au moins un nouveau dispositif anti-OPA.

En conclusion, de ces mesures d'ajustement, fonction des déterminants du processus d'activisme, la fonction disciplinaire de l'activisme actionnarial ne peut être clairement perçue par le marché financier, le jour de son annonce publique.

2. 2001-2012 : L'APPARITION D'UN *LOW-COST ACTIVISM*

2.1. LE CONTEXTE INSTITUTIONNEL ET LEGAL

La première décennie s'est traduite par une forte augmentation de la participation financière des investisseurs étrangers. Face à cette intrusion, des innovations législatives et des changements de gouvernance sont apparues.

La première innovation législative a été portée par la loi portant sur les Nouvelles Régulations Economiques (dite « NRE ») du 15 mai 2001. Cette loi a, non seulement, abaissé le seuil de

10% à 5%¹⁴ des droits de vote pour déposer, seul ou collectivement, un projet de résolution, mais a également reconnu le vote électronique. D'où une augmentation du nombre de batailles de procurations observée par Huynh (2009). Leur nombre a quadruplé dans les sociétés du SBF 120, de 2001 à 2004.

La seconde innovation porte sur l'adoption en France de la « date d'enregistrement » (appelée « *record date* »). Avant 2005, les actionnaires désireux d'exprimer leur voix devaient bloquer leur participation financière cinq jours avec la tenue de l'AG. Cette disposition constituait un coût supplémentaire pour des investisseurs institutionnels désireux de préserver la liquidité de leur portefeuille de titres. Or, depuis le rapport Mansion de 2005, ces coûts ont disparu, étant donné que seul l'enregistrement de leur pourcentage de droits de vote trois jours avant la tenue de l'assemblée générale est requis. Par conséquent, de 2005 à 2008, Charlety, Chevillon et Messaoudi (2009) analysent l'incidence de cette nouveauté réglementaire sur les résolutions déposées par des actionnaires externes dans les sociétés du SBF 250. Ils observent, en particulier, une augmentation du taux d'approbation des résolutions déposées par des investisseurs institutionnels.

Afin d'attirer les capitaux étrangers, les sociétés françaises ont commencé à faire évoluer leurs mécanismes de gouvernance. Si, en 1985 les principales entreprises françaises du CAC 40 ne disposaient pas encore de comités d'audit et de rémunération, Goyer (2001) constate qu'en 1998, 90% de ces mêmes sociétés avaient mis en place des comités d'audit et 70% avaient introduit un système de rémunérations basées sur la performance financière. Parallèlement, plusieurs rapports portant sur la gouvernance des entreprises, en particulier sur les administrateurs indépendants (Viénot I, 1995 ; Viénot II, 1999 ; et Bouton, 2002), ont commencé à apparaître. Par conséquent, le pourcentage d'administrateurs indépendants au sein des entreprises de CAC 40 a augmenté de 5% en 1994, pour atteindre 50%, en 2005 (Lee et Yoo, 2008).

Néanmoins, puisque la majorité des entreprises françaises restent sous contrôle familial, ces mécanismes de gouvernance relèvent plus de la forme que du fond. 76% des 607 sociétés

¹⁴ Cette fraction du capital social est nécessaire pour les sociétés dont le capital social est inférieur ou égal à 750 000 euros. Ce pourcentage est dégressif :

- 4 % pour les premiers 750 000 euros ;
- 2,5% pour la tranche de capital comprise entre 750 000 et 7 500 000 euros ;
- 1% pour la tranche comprise entre 7 500 000 et 15 000 000 euros ;
- 0,5% pour le surplus de capital.

non-financières cotées sont sous contrôle familial, avec au moins 10% d'actions, alors que 65% d'entre elles sont contrôlées par la famille, avec un minimum de 20% (Faccio et Lang, 2002). Par conséquent, bien que 97.4% et 94.9% des entreprises du CAC 40 disposaient respectivement d'un comité d'audit et d'un comité de rémunération, les évaluations de ces derniers restent généralement nébuleuses (Herbert, 2004).

Enfin, soulignons que si la participation des investisseurs minoritaires a augmenté du fait de l'adoption de nouvelles normes de gouvernance et de la reconnaissance d'un droit de vote moins coûteux, les entreprises françaises ont développé un certain nombre de dispositifs afin de stabiliser le contrôle familial. Elles ont maintenu les chaînes de contrôle multiples ; les actions à droit de vote double ; et les accords entre actionnaires de référence (Lee et Yoo, 2008). Or, la discrimination des droits de vote constitue un outil effectif afin de limiter le pouvoir des actionnaires minoritaires (Becht et Mayer, 2001). En 2005, 19 des entreprises du CAC 40 avaient maintenu cette stratégie anti-OPA.

2.2. LES DEBUTS DE L'ACTIVISME INSTITUTIONNEL

Ces évolutions légales et institutionnelles sont à l'origine de l'émergence d'une forme d'activisme plus agressive pratiquée par des investisseurs institutionnels de court-terme, dont les *hedge funds*. Contrairement à la forme judiciaire et associationnelle des années 90, cet activisme institutionnel présente plusieurs nouvelles particularités, dont celle de mobiliser les réseaux sociaux dans l'optique de provoquer de profonds changements. Le cas de Suez illustre ces nouvelles caractéristiques.

SUEZ : Un activisme institutionnel davantage relationnel

Parmi celles-ci, on constate que de nouveaux professionnels de l'activisme actionnarial utilisent de nouveaux dispositifs relationnels pour exercer un levier collectif. Par exemple, le *hedge fund* activiste Knight Vinke (KV) met à la disposition, d'investisseurs institutionnels internationaux, à la fois son expertise d'activiste, son réseau social ainsi que son véhicule d'investissement. Désignés sous le vocable de « *wolf packs* » (attaques en meute) ou de « pools de capitaux privés » (OCDE, 2007), ces véhicules collectent ainsi davantage de droits de vote, afin d'exercer un fort levier de contrôle lors de la tenue des AG. D'où viennent ces droits de vote ?

Ils proviennent d'investisseurs institutionnels qui externalisent les coûts de l'activisme à des professionnels. Par exemple, CalPERS¹⁵, qui fut très actif dans les années 19(90), externalise aujourd'hui son activisme actionnarial en investissant plus de 1,5 milliards de dollars dans une dizaine de *hedge funds*, dont le fonds KV. Ainsi, avec une participation financière de 1% dans le capital de Suez, KV s'est opposé à la fusion de Gaz De France (GDF) avec Suez.

Cette fusion fut annoncée, le 25 février 2006, par Dominique de Villepin, alors premier ministre du gouvernement français. Gaz De France (GDF) était alors détenu à hauteur de 34% par l'Etat français. Le 3 septembre 2006, GDF et Suez annoncent que la fusion s'effectuera sur la base d'une Opération Publique d'Echange (OPE) basée sur la parité suivante : 21 actions GDF contre 22 actions Suez.

Au cours des mois de septembre et d'octobre, le *hedge fund* activiste KV publie treize pages dans les journaux, afin de critiquer le projet de fusion envisagé et proposer des solutions alternatives respectueuses des intérêts des actionnaires minoritaires. En particulier, il estime que l'OPE sous-valorise l'action Suez à 30,07 euros par action contre 40 euros. Parmi ses propositions, KV suggère de coter séparément Suez Environnement et Suez à la Bourse de Paris.

Le 16 novembre 2006, l'ADAM critique publiquement les banques impliquées dans la fusion au motif que ces dernières, parmi lesquelles HSBC, manquent d'indépendance dans la détermination du ratio d'échange. Au même moment, KV milite pour que les actionnaires minoritaires puissent être dédommagés en recevant un dividende exceptionnel de 6,5 à 7 euros par action. Dans la presse, KV est alors décrit comme un « cheval de Troie » agissant pour le compte d'Albert Frère, actionnaire, de nationalité belge, contrôlant 7,2% des actions de Suez *via* le Groupe Bruxelles Lambert (GBL). Soulignons qu'Albert Frère fût vice-président de Suez et que KV avait déjà travaillé pour l'une de ses sociétés ; la société Pargesa Frère.

Le 22 décembre 2006, KV, soutenu par 18 des 20 grands investisseurs institutionnels de la société Suez, dont le fonds de pension CalPERS, a demandé au conseil d'administration de

¹⁵ En 1987, la stratégie de CalPERS a été redéfinie afin de cibler plus particulièrement les entreprises les moins performantes en matière de gouvernance. Cinq ans plus tard, la liste noire des entreprises les moins performantes en matière de gouvernance voyait le jour. L'étude empirique de Smith (1996) montre qu'il existe un effet « CalPERS ». Sur la période 1987-1993, le marché financier réagit positivement et significativement à l'annonce des changements de gouvernance réalisés à la demande de CalPERS et négativement en cas de résistance aux changements de l'entreprise « listée ». En revanche, l'étude de Barber (2006), menée sur la période de 1992 à 2005, montre que, à long terme, la performance des entreprises ciblées par le fonds de pension ne semble plus bénéficier d'un effet significatif.

suspendre la fusion. Le 29 décembre 2006, de nouvelles rumeurs sur le marché financier circulent indiquant que le *raider* français François Pinault pourrait lancer une OPA sur Suez. Mais, le 4 janvier 2007, l'Etat français intervient par l'intermédiaire du Président de la République Jacques Chirac pour annoncer que la fusion entre GDF et Suez était un « projet stratégique pour la France et l'Europe ». Finalement, le 12 janvier 2007, Albert Frère a augmenté sa participation financière à 9,5% et KV a cédé la sienne. De plus, la division environnement de Suez a été cotée séparément et la parité d'échange réévaluée. GDF et Suez ont fusionné, le 22 juillet 2008.

Ce cas révèle également que l'ADAM a changé sa stratégie d'activisme davantage orientée sur la médiatisation du conflit d'intérêt que sur la menace ou l'exercice d'un recours judiciaire. Après la Loi « NRE » de 2001, Girard (2011) observe notamment une chute du nombre de recours judiciaire. Si, entre janvier 1989 et décembre 2000, l'auteur dénombre que 63% des évènements publics sont de nature contentieuse, il n'en comptabilise plus qu'un tiers des 88 évènements, entre janvier 2001 et juin 2008. Pourtant, au cours de cette dernière période, le nombre des associations d'investisseurs a continué à croître, à l'instar des Etats-Unis (Gillan et Starks, 2007). Début 2008, Girard (2011) en comptabilise une vingtaine et remarque qu'elles sont toutes spécialisées dans un type de recours judiciaires (recours civil, recours pénal et *class action*¹⁶).

Enfin, ce cas illustre un troisième fait nouveau lié à l'intervention de l'Etat au cours du processus d'activisme. Or, cette intervention n'est pas anecdotique puisque l'Etat a aussi publiquement exprimé ses inquiétudes concernant le risque de démantèlement de la SII Atos Origin exigé par deux *hedge funds* activistes ; Pardus et Centaurus.

ATOS ORIGIN : l'apparition de coûts non apparents

Le 10 octobre 2007, le fonds activiste belge Centaurus (détenteur de 5,49% des actions de la SII Atos Origin) et le fonds activiste Pardus (détenteur de 7,32% des actions) ont annoncé publiquement leur action commune « pour faire pression sur le conseil [...] et explorer toutes les alternatives stratégiques « comme » le démantèlement » (*Les Echos*, le 10 octobre 2007). Ils exigent, non seulement, le démantèlement de la société, mais également, de siéger au sein

¹⁶ Un recours collectif ou une action de groupe (« *class action* » en anglais) est une action en justice ou une procédure qui permet à un grand nombre de personnes de poursuivre une personne physique ou morale afin d'obtenir une indemnisation du préjudice subi. Originnaire des États-Unis, cette procédure est répandue dans plusieurs pays de droit commun, mais aussi, dans plusieurs pays européens comme le Portugal ou l'Italie.

du conseil d'administration et d'obtenir la démission du PDG d'Atos Origin, Philippe Germon. De nouveau et du fait de ses relations d'affaires avec les deux fonds spéculatifs, l'ADAM a été mandatée pour les conseiller dans leur stratégie d'activisme fortement agressive (*Les Echos*, le 1^{er} avril 2008).

Cependant et comme analysé dans l'étude clinique réalisée par Bessière, Kästner et Laffont (2010), cet activisme institutionnel n'a pas été perçu par le marché financier comme un mécanisme disciplinaire. En effet, Bessière et *al.* mesurent que le marché financier a réagi négativement à cet activisme agressif. Ils expliquent cette réaction inattendue par l'existence de coûts non apparents et non anticipés par les actionnaires initiateurs qui ont été contraints d'augmenter leurs frais, suite à l'intervention du sénateur Marini, cinq jours avant la tenue de l'AG.

De plus, ces coûts non apparents sont liés aux stratégies de réponse actionnées par la coalition de contrôle, elle-même. Dans le cas Atos Origin, cette coalition a, non seulement, demandé les recommandations de deux sociétés de conseil en vote ; Investor Sight et Deminor/RiskMetrics, mais a également mené une stratégie d'évitement lors de la tenue de l'AG. Surpris par le soutien inopiné du président du Fonds Commun de Placement d'Entreprise (détenteur de 3% des actions d'Atos Origin) aux deux fonds activistes, le PDG Philippe Germon a réagi en levant la séance (*Les Echos*, le 23 mai 2008).

2.3. VERS UNE PROFESSIONNALISATION DE L'ENGAGEMENT ACTIONNARIAL...

Parallèlement à cette forme agressive d'activisme, une seconde forme plus socialement responsable a émergé, en France. Contrairement aux Etats-Unis, cette forme moins hostile de l'activisme institutionnel n'est pas issue d'un « mouvement social » (Marens, 2003). En France, plusieurs acteurs ont joué un rôle central dans le processus d'institutionnalisation de l'Investissement Socialement Responsable (dit « ISR »). Ce rôle a, tout d'abord, été exercé par l'ARESE (Agence de Rating Environnemental et Social des Entreprises), puis ensuite par le CIES (Comité Intersyndical de l'Épargne Salariale) (Déjean, Giamporcaro, Gond, Leca et Penalva-Icher, 2012). L'ARESE a été créée en 1997 et fut absorbée par une autre agence de notation Vigéo, en 2002. C'est également en 2002 que le CIES a été créé par quatre confédérations syndicales (CFDT, CFE-CGC, CFTC et CGT). Ensuite, Déjean (2006) et Novethic (2013) soulignent que la croissance de l'ISR a été et reste issue des investisseurs institutionnels et de l'épargne salariale.

ISR et épargne salariale

Deux lois ont favorisé l'émergence de cette épargne salariale en France. La première est la loi n° 2001-152 appelée « Loi Fabius ». Cette loi a instauré un nouveau dispositif d'épargne salariale de long terme, le Plan Partenarial d'Epargne salariale Volontaire (PPESV). Cette disposition est étendue aux PME par l'intermédiaire des Plans d'Epargne Interentreprises (PEI). En août 2003, la seconde loi n° 2003-775 dite « Loi Fillon » instaure un mécanisme de retraite par capitalisation, en créant trois nouveaux outils d'épargne retraite ; le Plan d'Epargne Retraite Populaire ; le Plan d'Epargne Retraite COLlectif (PERCO) ; et le Plan d'Epargne Retraite Collectif Interentreprises (PERCOI).

De ces deux réformes, l'épargne salariale a connu une forte croissance. Entre 2008 et 2007, elle a augmenté fortement (+31%) pour passer de 2,5 à 3,3 milliards d'euros. Dans une étude plus récente, Novethic (2013) constate que sur les cinq dernières années, l'épargne salariale dédié à l'Investissement Socialement Rresponsable (dit « ISR ») a mieux résisté à la crise que l'épargne salariale non dédié et qu'elle a été multipliée par cinq, représentant 17,1 milliards d'euros.

Ces Investisseurs Socialement Responsables (ISR) sont davantage préoccupés par des questions éthiques que d'efficience. Ayant besoin d'une logique financière pour soutenir une question d'ordre social ou sociétal, des ISR intègrent des critères extra-financiers touchant à l'Environnement, le Social et la Gouvernance (dits « ESG ») dans leur stratégie d'investissement.

Un activisme institutionnel davantage collaboratif...

Leur stratégie peut s'accompagner d'une nouvelle forme d'activisme qualifiée d'engagement actionnarial¹⁷ (Novethic, 2011). Cette dernière a pour vocation à :

« Faire prendre conscience aux dirigeants, mais aussi aux autres actionnaires, de certaines inquiétudes liées à l'environnement, la gouvernance ou aux conditions sociales. A force

¹⁷ Selon la société de communication en développement durable Novethic, l'engagement actionnarial désigne « le fait, pour un investisseur, de prendre position sur des enjeux ESG et d'exiger des entreprises visées qu'elles améliorent leurs pratiques dans la durée. Ces exigences sont formulées via une démarche structurée comprenant un dialogue direct avec l'entreprise et un suivi dans le temps. L'investisseur peut utiliser d'autres leviers de pression lorsque la démarche de dialogue s'avère infructueuse ».
Source : www.novethic.fr/novethic/v3/le-glossaire.jsp?id=94646.

d'être sollicitées, les sociétés acceptent de nous rencontrer et comprennent l'intérêt d'agir »¹⁸, propos d'Olivier de Guerre, président de la société de gestion Phi Trust.

Cette approche ISR repose davantage sur une démarche volontaire, constructive et structurée autour des deux premières activités d'influence peu hostiles du processus d'activisme. Leurs initiatives, que sont le dialogue privé et public, ont alors pour fonction de faciliter la coopération, l'échange d'informations et de connaissances avec l'entreprise concernée. Néanmoins, en cas d'échec, la bataille de procurations peut être engagée.

... et également relationnel

L'une des particularités de cette politique est qu'elle mobilise aussi les ressources d'autres acteurs impliqués dans des projets sociétaux tels que le *Carbon Disclosure Project*, le *United Nations Principles for Responsible Investment* (UNPRI), le projet intitulé *Investor Network on Climate Risk* (INCR) du Ceres, le *Global Rating Initiative*, ou encore le *Enhanced Analytics Initiative* (Clark et Hebb, 2004 ; Tkac, 2006). De ces réseaux ainsi mobilisés naissent de nouveaux outils collaboratifs tels que le "*PRI Engagement Clearinghouse*" ou le « *Ethos Engagement Pool* ». Le premier outil est une plateforme en ligne, permettant aux signataires des UNPRI de résoudre le problème de l'action collective (Gond et Piani, 2013), en trouvant des soutiens pour organiser une bataille de procurations. Cette nouvelle technique semble jouer un rôle déterminant en Europe dans le processus d'institutionnalisation d'une nouvelle pratique de gouvernance telle que le « *say on pay* » permettant aux actionnaires d'être consultés en AG sur la rémunération du PDG (Novethic, 2011). La seconde technique est la même utilisée par les *hedge funds* activistes. Il s'agit d'un pool d'investisseurs institutionnels européens géré par la fondation suisse Ethos. Créée en 1997 par deux fonds de pension suisses, elle est devenue un acteur très actif en Europe. Elle regroupe actuellement 139 investisseurs institutionnels européens.

Ces ressources sont également utilisées pour diminuer les coûts de l'activisme en les externalisant à des professionnels. En effet, comme le soulignent Logsdon et Van Buren III (2009),

« malgré l'absence de pouvoir formel, les actionnaires activistes sont en mesure de connaître quelques succès en faisant un usage judicieux des médias et des réseaux »¹⁹.

¹⁸ *Le nouvel économiste*, 29 mars 2012, « Les fonds ISR. L'influence, à défaut de puissance et de performance ».

Par exemple, mandatée pour agir collectivement, la fondation Ethos a externalisé, par la signature de partenariats avec des experts locaux, ses activités de recommandations et d'assistance dans l'exécution de votes. En juin 2010, elle a pris une participation de 20% dans le capital de Proxinvest, société française de conseil en vote. A l'inverse, elle assiste d'autres sociétés de gestion telles que la société française Phi Trust dans sa politique d'engagement actionnarial, en étant membre du comité technique de son FCP *Euro Active Investors*. Ethos n'est pas l'unique partenaire de Phi Trust. Plusieurs autres partenaires le conseillent dans sa stratégie d'engagement actionnarial. On retrouve Proxinvest ainsi que le réseau de l'*Expert Corporate Governance Network*²⁰.

En cours de professionnalisation

Soulignons que cette nouvelle pratique « prometteuse pour l'ISR » (Novethic, 2011) tend à être reconnue, étant donné que depuis 2011, Novethic attribue un label « ISR Mention Engagement » au gérant du fonds le plus actif dans sa politique d'engagement. Depuis sa création et pour la deuxième année consécutive, ce label a été décerné au FCP Euro Active Investors géré par Phi Trust.

Cependant, il existe encore peu d'acteurs qui pratiquent l'engagement actionnarial. Parmi ceux-ci, on peut citer : le CIES ; les banques de financement et d'investissement ; et trois gestionnaires de fonds : Phi-Trust, Edram et ERAFP (Etablissement pour la Retraite Additionnelle de la Fonction Publique). De plus, leur approche est loin d'être encore homogène (Déjean et *al.*, 2012). Par exemple, l'approche dite « raisonnée » du CIES est davantage orientée autour de critères de gouvernance portant sur le renouvellement des membres du conseil d'administration ; une opposition aux versements de dividendes en l'absence de résultats ainsi qu'aux rachats d'actions ; et à la contestation de résolutions anti-OPA. On constate là encore un fait nouveau caractéristique des économies de marché coordonné. Le CIES, *via* ses membres fondateurs, privilégie l'intérêt des salariés avant celui des actionnaires en recommandant de renoncer aux dividendes, si besoin. Or, cette opposition entre une logique financière et sociale peut générer de nouveaux conflits de nature axiologique, lors de la tenue des AG. En 2012, une association d'actionnaires salariés de

¹⁹ « *Despite lacking formal power, these early shareholder activists were occasionally able to secure some successes by making judicious use of publicity seeking and networking* » (p. 354).

²⁰ Cf. <http://www.phitrustactiveinvestors.com/5032-conseil-en-engagement-actionnarial>

France Télécom, l'ADEAS, a obtenu qu'une résolution soumise à l'AG propose de réduire le dividende à 1 euro contre 1,40 euro. Parallèlement, une autre association d'actionnaires a contesté cette logique « syndicale » au motif qu'elle va à l'encontre des intérêts des actionnaires (*La Tribune*, le 15 mai 2012).

Les sociétés de gestion ont également des approches différenciantes. Edram privilégie le dialogue privé et confidentiel puis recourt au désinvestissement à terme si leurs demandes n'ont pas été satisfaites. L'ERAFP a adopté cette pratique plus tardivement, en mars 2012. Celle-ci porte notamment sur la rémunération des dirigeants qui ne doit pas excéder 100 fois le salaire minimum ; sur la distribution des dividendes qui ne doit pas se faire au détriment des salariés ; et des *stocks options* qui ne devraient pas être autorisés dans les grandes sociétés.

En conclusion, à la différence de la forme agressive de l'activisme, leur approche fondée sur le dialogue privé et public avec la direction a, avant tout, pour vocation d'exercer une fonction davantage normative que coercitive. *Via* leurs réseaux sociaux, ils ont en commun d'actionner un mécanisme collaboratif afin d'institutionnaliser une nouvelle pratique de gouvernance : le « *say on pay* ».

3. LES CONSEQUENCES EPISTEMOLOGIQUES DES EVOLUTIONS INSTITUTIONNELLES ET LEGALES

Force est de constater que les évolutions institutionnelles et législatives qu'a connu la France depuis 1989 a eu, non seulement, des conséquences sur le processus d'activisme actionnarial, mais également, sur sa conceptualisation.

3.1. A LA RECHERCHE DE NOUVEAUX FONDEMENTS EPISTEMOLOGIQUES

Au cours de ces vingt dernières, les travaux de recherche portant sur l'activisme actionnarial se sont aussi bien développés dans les économies de marché libéral que dans celles plus coordonnées. Si on se réfère à la revue de la littérature empirique portant sur le contexte français, on constate en effet une convergence du processus d'activisme actionnarial vers le modèle actionnarial. Néanmoins, en l'absence de preuve empirique, il est difficile de conclure sur l'efficacité de ce mécanisme de coordination, en France.

Ce manque de significativité s'explique notamment par une première conceptualisation qui ignore un certain nombre de faits nouveaux présentés dans la partie précédente.

Tout d'abord, cette conceptualisation repose sur une relation d'agence dyadique entre un actionnaire « sponsor » - c'est-à-dire l'initiateur d'une activité d'influence – et une coalition de contrôle. Par conséquent, elle ignore plusieurs autres relations :

- entre principal et principal opposant les coalitions d'investisseurs institutionnels ;
- entre agent et agent sur des questions de nature axiologique et non financière.

De plus, elle ignore l'intervention dans cette relation d'autres acteurs tels que l'Etat, les syndicats, les sociétés de conseils en vote, les associations professionnelles,...

En effet, les relations inter-organisationnelles qu'entretiennent, non seulement, les membres de la coalition activiste, mais aussi, ceux de la coalition de contrôle sont ignorées par l'approche juridico-financière de l'activisme actionnarial. D'une part, l'initiateur d'une action critique à l'égard de la société n'agit pas seul, mais à l'intérieur d'un réseau de relations, qui va à la fois faciliter et limiter son action. En effet, en l'absence d'un pouvoir formel conféré par la détention d'un bloc de contrôle, l'actionnaire activiste peut exercer un autre type de pouvoir davantage relationnel lié à sa « capacité à établir un consensus parmi un large spectre d'actionnaires »²¹ (Ferry, 2010). Ce pouvoir dépend, non seulement, de son expertise, mais aussi, de son encastrement au sein d'une structure sociale. Ses interventions concertées sont alors dépendantes de la structure de son réseau social, à l'intérieur duquel différentes catégories d'acteurs (sociétés de conseil, avocats, associations d'investisseurs, *hedge funds*,...) sont encastés. D'autre part, les relations inter-organisationnelles qu'entretient la coalition de contrôle avec l'Etat *via* leurs réseaux sociaux, mais aussi, avec d'autres acteurs (tels que les sociétés de conseil en vote) sont également ignorées. Or ces relations sont déterminantes dans les économies de marché coordonné telles que la France.

Enfin, soulignons que selon cette première approche, l'environnement institutionnel et légal est davantage subi, que choisi ou construit (Charreaux, 2002), conduisant à une modélisation davantage statique que dynamique du processus d'activisme actionnarial. Or, la professionnalisation observée de l'activisme institutionnel se traduit par la mise en place d'un

²¹ « *The power to influence the firm is predicated upon the ability to build consensus among broad spectrum of shareholders [...]* » (p.1).

processus complexe, évolutif et dynamique, composé de ces relations inter-organisationnelles, aux rôles multiples.

3.2. VERS UN MODELE ELARGI DE L'ACTIVISME ACTIONNARIAL

Cette diversité nécessite d'intégrer d'autres approches davantage sociologiques (Sundaramurthy et Lewis, 2003) et stratégiques (Charreaux, 2002 ; Martinet, 2002). C'est surtout dans les approches néo-institutionnelles des organisations que les concepts ont été puisés pour rendre compte du poids et des modalités d'influence de différentes coalitions d'actionnaires minoritaires dans l'élaboration de leur stratégie ainsi que dans celle de l'entreprise ciblée. Ainsi, le nouveau modèle conceptuel de l'activisme actionnarial (figure 2) permet d'appréhender :

(1) les dimensions sociales liées à l'encastrement social (Charreaux, 2003)

En effet, le pouvoir de l'initiateur s'accroît grâce à son réseau social. Selon la perspective néo-institutionnelle, le réseau social est considéré comme un moyen d'accéder à des ressources relationnelles, telles que la confiance, les connaissances, les ressources financières,..., en d'autres termes le capital social (Linn, 2001). Burt (1997) souligne que le capital social est un complément contextuel au capital humain. Ce qui signifie que l'expertise de l'initiateur est fonction de sa position au sein de sa structure sociale. Selon Burt (1992), sa position d'intermédiaire lui confère un avantage informationnel. A l'inverse, Coleman (1988) suppose que la proximité d'un acteur avec les membres de son réseau social est à l'origine de valeurs et de normes.

(2) Selon cette nouvelle perspective néo-institutionnelle, l'actionnaire activiste est un entrepreneur institutionnel.

Situé au croisement de plusieurs relations à l'intérieur de son réseau, il devient une source d'information, mais aussi, de normes, de connaissances et de valeurs partagées. Par conséquent, sa fonction est disciplinaire (Greenwood, 2007) mais aussi cognitive (Sloan, 2009).

Des études empiriques récentes montrent notamment que l'enjeu cognitif de ses relations avec les dirigeants d'entreprises ciblées est de donner une plus grande légitimité à leurs actions (Bates et Hennessy, 2010). Judge, Gaur et Muller-Kahle (2010) testent la pertinence de ce nouveau cadre explicatif en distinguant deux formes d'activisme en fonction de leurs critères

financiers et extra-financiers « ESG ». Ils supposent que la fonction de l'activisme social, guidé par des critères « ESG », est de légitimer les actions sociétales de l'entreprise, alors que la fonction de l'activisme financier est de discipliner le dirigeant de l'entreprise peu performante financièrement. A partir d'un échantillon composé de 234 sociétés des pays de droit commun (Etats-Unis, Angleterre et Australie), ils valident les deux hypothèses ; concluant ainsi à la nécessité d'intégrer la théorie de l'agence et la théorie néo-institutionnelle pour mieux appréhender la dynamique des relations des acteurs de l'activisme actionnarial avec les entreprises ciblées.

(3) La dynamique des relations inter-organisationnelles.

Cette dynamique se caractérise par différents types d'influence exercés par une coalition activiste. Selon DiMaggio et Powell (1983), il existe trois catégories qui conduisent à l'institutionnalisation de normes organisationnelles : l'influence coercitive, normative et mimétique.

La deuxième influence est généralement le résultat d'un processus de professionnalisation qui se définit comme « l'ensemble des efforts collectifs d'une même profession à la fois pour définir les conditions et les méthodes de travail et pour établir une base cognitive légitime à leurs activités, leur procurant un degré d'autonomie suffisant » (DiMaggio et Powell, 1983, p. 152).

Néanmoins, certaines catégories d'investisseurs institutionnels, telles que les *hedges funds*, pouvant être perçues comme illégitimes (Ryan et Schneider, 2003), possèdent alors une influence limitée sur l'entreprise critiquée. De même et comme le remarquait déjà Couret en 2002, la question de la légitimité des sociétés de conseil en vote dans la défense des actionnaires minoritaires se pose. En particulier, le cas Atos Origin montre que certaines de ces sociétés de conseil en vote sont mandatées par ces mêmes entreprises critiquées par des actionnaires minoritaires. Aux Etats-Unis, des travaux empiriques (Choi, Fisch et Kahan, 2009 et 2010) et critiques²² commencent à émerger, remettant en cause la légitimité des plus grandes sociétés de conseil en vote, ISS/RiskMetrics, Glass Lewis & Company, Egan-Jones Proxy et Proxy Governance.

²² Cf. les travaux du cabinet d'avocats *Latham & Watkins*, « Corporate governance activism: Here to stay », <http://www.lw.com/ThoughtLeadership/Corporategovernanceactivism:Heretostay>; « Corporate governance commentaries: « The parallel universes of institutional investing and institutional voting » », <http://blogs.law.harvard.edu/corpogov/2010/04/06/the-parallel-universes-of-institutional-investing-and-institutional-voting> ; « Future of institutional share voting: Three paradigms », <http://www.lw.com/thoughtLeadership/Future-of-institutional-share-voting-Three-paradigms> ; « Proxy advisor business: Apotheosis or apogee ? », <http://www.lw.com/thoughtLeadership/corporate-governance-commentary-march-2011>.

Au contraire, d'autres catégories d'actionnaires activistes semblent être davantage légitimes et avoir une influence davantage normative et mimétique que coercitive. Des études empiriques récentes confirment l'existence de cette influence mimétique. En particulier, elles montrent que certaines entreprises non sujettes à un activisme actionnarial auront tendance à adopter certaines revendications actionnariales, ayant reçu la majorité des votes, lors de la tenue d'AG d'entreprises comparables (Ertimur, Ferri et Stubben, 2010).

(4) Les stratégies de réponse de la coalition de contrôle à la pression actionnariale.

Enfin, l'approche statique de l'approche juridico-financière ignore les mesures d'ajustement entreprises par la coalition de contrôle. En effet, toutes les entreprises ne sont pas passives face à ces pressions institutionnelles (Oliver, 1991). Lorsqu'elles sont confrontées au changement, les organisations disposent d'un ensemble de manœuvres stratégiques qui dépassent le simple acquiescement de l'évolution des pratiques organisationnelles. Parmi ces réponses stratégiques, on peut retenir de la moins active à la plus entreprenante : le compromis, l'évitement, la contestation et la manipulation. Par conséquent, ces réponses actives peuvent être à l'origine de coûts non apparents et non anticipés par les actionnaires activistes, les amenant à réviser leurs anticipations de succès, mais également, leurs attentes et leurs actions. Des travaux empiriques commencent à émerger afin de prendre en compte les réponses des sociétés sujettes à différentes formes d'activisme (Rehbein, Brammer, Logsdon et Van Buren III, 2009).

En France, seule l'étude qualitative et longitudinale d'Abdennader et Cheffi (2011) analyse le processus d'institutionnalisation d'une nouvelle norme : le vote électronique par internet aux AG. Entre 2003 et 2009, les auteurs s'intéressent aux pressions coercitives, mimétiques et normatives exercées sur les sociétés françaises pour adopter cette nouvelle pratique de gouvernance. Ils concluent sur le fait que le vote par internet a été adopté par certaines sociétés pour imiter leurs homologues, donner une image innovante, assoir leur légitimité et neutraliser la pression des acteurs de l'activisme.

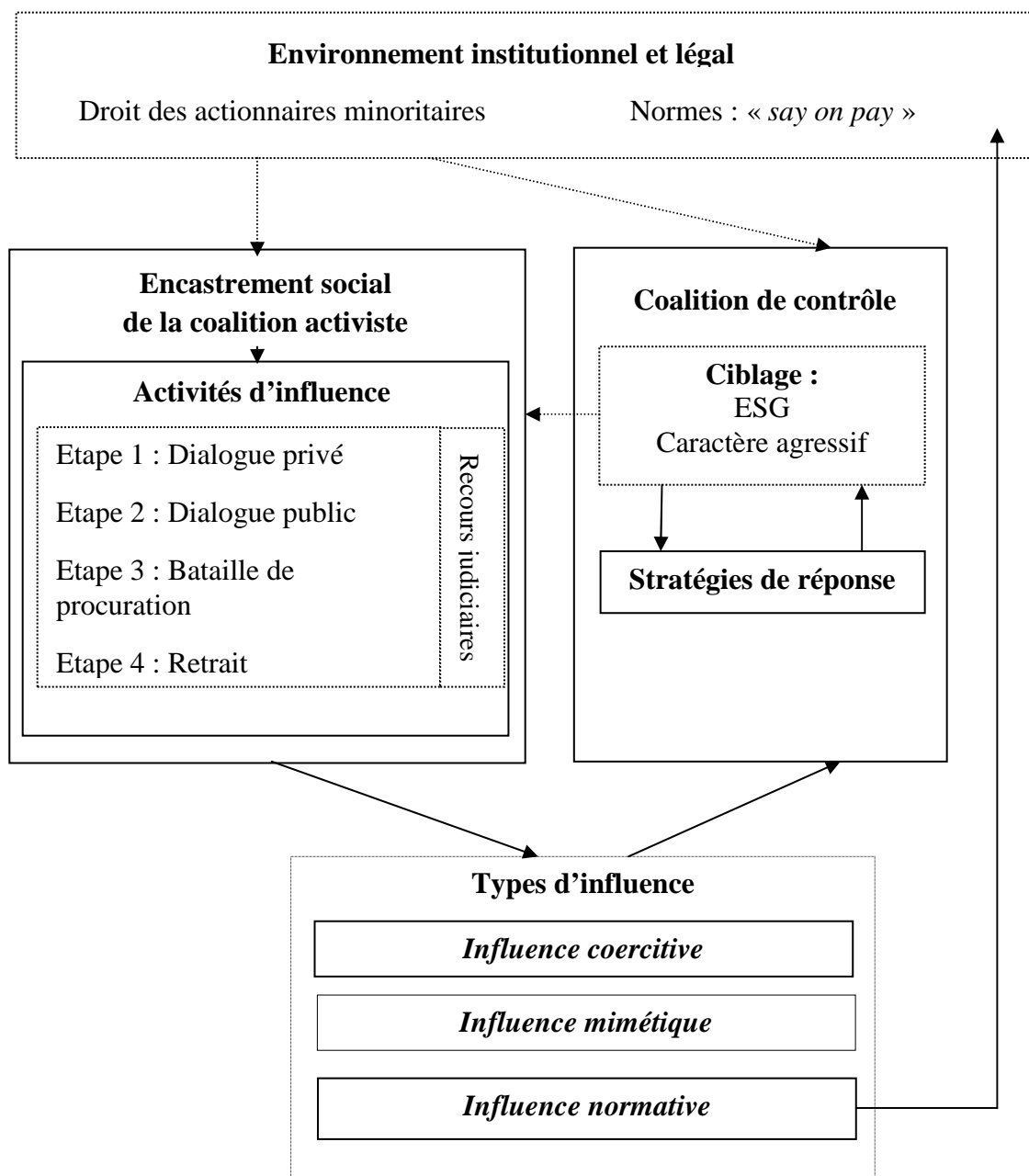
Conclusion

En conclusion, intégrer la théorie néo-institutionnelle à la théorie positive de l'agence ouvre de nouvelles perspectives de recherche afin d'appréhender des phénomènes qui restent inexplicables tels que :

- Quel est le rôle des acteurs de l'engagement actionnarial dans le processus d'institutionnalisation de la nouvelle norme dite de « say on pay » ?
- Quelles sont les stratégies des sociétés françaises face à la pression institutionnelle de l'activisme actionnariale ?

Figure 2 : vers un modèle élargi de l'activisme actionnarial

Les flèches en pointillés représentent les relations analysées sous l'angle de l'approche juridico-financière de la gouvernance. Les flèches en gras indiquent les nouvelles relations à étudier sous une perspective néo-institutionnelle.



Références

- Abdennadher, S. et Cheffi, W., 2011, « L'adoption du vote par internet aux assemblées générales des actionnaires de sociétés cotées en France : une perspective institutionnaliste ». *Systèmes d'information et management*, 16, p. 25-71.
- Aguilera, R. et Cuerdo-Cazurra, A., 2009, « Codes of good governance world-wide: What is the trigger? », *Organization Studies*, 25 (3), p. 415-443.
- Alexander, C., Chen, M., Seppi, D. et Spatt, C., 2008, « The role of advisory services in proxy voting ». *American Law and Economics Association Papers*, 41, p. 1-49.
- Albouy, M. et Schatt, A., 2009, « Activisme et proxy fight ». *Revue Française de Gestion*, 198-199, p. 297-315.
- Becht, M., Franks, J., Mayer, C. et Rossi, S., 2010, « Returns to shareholder activism: Evidence from a clinical study of Hermes U.K. focus fund ». *Review of Financial Studies*, 23, p. 3093-3129.
- Bessiere, V., Kaestner, M. et Lafont, A.-L., 2010. Hedge fund activism: insights from a French clinical study. *Applied Financial Economics*, 21 (16), p. 1225-1234.
- Burt, R., 1995, « Le capital social, les trous structureaux et l'entrepreneur », *Revue Française de Sociologie*, 36 (4), p. 599-628.
- Burt, R., 1992, *Structural holes: The social structure of competition*, Cambridge MA: Harvard University Press.
- Charlety, P., Chevillon, G. et Messaoudi, M., 2009, « Stratégies de vote en AG face aux résolutions externes ». *Revue Française de Gestion*, 198-199, p. 277-296.
- Charreaux, G., 2003, « Le point sur... les réseaux d'administrateurs et de dirigeants », *Banque et Marchés*, 66, p. 59-63.
- Charreaux, G., 2002, « Variation sur le thème : « A la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise », *Finance Contrôle Stratégie*, 5 (3), p. 5-68.
- Clark, G. L. et Hebb, T., 2004, « The fifth stage of capitalism ». *Relations industrielles/industrial relations*, 59(1), p. 142-171.
- Coleman, J.S., 1988, « Social capital in the creation of human capital », *American Journal of Sociology*, 94, p. 95-120.
- Couret, A., 2002, « L'évolution du cadre juridique », *Revue Française de Gestion*, 141, p. 377-396.
- Couret, A., 1996, « Le harcèlement des majoritaires », *Bulletin Joly, Chroniques*, février, p. 112-119.

Couret, A. et de Sentenac, G. A., 1990, « Le conflit judiciaire comme instrument de communication », *Revue Française de Gestion*, 81, p. 103-107.

Cozian, M., Deboissy, F. et Viandier, A., 2002, *Droit des sociétés*, éd. Litec, 15ème édition.

Crespi, R. et Renneboog, L., 2010, « Is (institutional) shareholder activism new? Evidence from UK shareholder coalitions in the pre-Cadbury era ». *Corporate Governance: An International Review*, 18, p. 274-295.

Cziraki, P., Renneboog, L. et Szilagyi, P. G., 2010, « Shareholder activism through proxy proposals: The European perspective ». *European Financial Management*, 16, p. 738-777.

Davis, G. F., 1991, « Agents without principles? The spread of the poison pill through the intercorporate network ». *Administrative Science Quarterly*, 36, p. 583-613.

Davis, G. F. et Thompson, T. A., 1994, « A social movement perspective on corporate control ». *Administrative Science Quarterly*, 39, p. 141-173.

Del Guercio, D. et Hawkins, J., 1999, « The motivation and impact of pension fund activism ». *Journal of Financial Economics*, 52, p. 293-340..

Déjean, F., Giamporcaro, S., Gond, J-P, Leca, B., & Penalva-Icher, E. 2012, « Mistaking an emerging market for a social movement? A comment on Arjalie`s' social-movement perspective on socially responsible investment in France ». *Journal of Business Ethics*, Published online: 19 February 2012.

Déjean, F., Le Theule, M-A., & Oxibar, B. (2011). *Drivers of socially responsible investment in the French financial market*. In W. Sun, Louche, C., & Perez, R. (Ed. Emerald Group Publishing Limited), *Finance and Sustainability: Towards a new paradigm: A Post-crises Agenda. Critical Studies on Corporate Responsibility, Governance and Sustainability*, 2, p. 145-167.

Déjean, F. (2006), «La création du marché de l'ISR en France : logique d'offre et stratégie de communication» *Revue d'économie financière*, 85, p. 273-284.

DiMaggio, P. et Powell, W.W., 1983, « The iron case revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields ». *American Journal of Sociology*, 48, p. 147-160.

Ertimur, Y., Ferri, F. et S. Stubben, 2010, « Board of directors' responsiveness to shareholders: Evidence from shareholder proposals ». *Journal of Corporate Finance*, 16 (1), p. 53-72.

Ferri, F., 2010, « "Low cost" shareholder activism: A review of the evidence », https://papers.ssrn.com/sol3/Data_Integrity_Notice.cfm?abid=1718495.

Freeman R. E., 1984, *Strategic management: a stakeholder approach*, Pitman/Ballinger, Boston.

Gillan, S., et Starks, L., 2007, « The evolution of shareholder activism in the United States ». *Journal of Applied Corporate Finance*, 19, p. 55-73.

Girard, C. et Gates, G., 2012, « Focus on: Mobilizing Investor Networks behind Shareholder Activism in France ». *Bankers, Markets & Investors*, 116, p. 66-74.

Girard, C., 2011, « The success of shareholder activism: the French case ». *Bankers, Markets & Investors*, 115, p. 26-36..

Girard, C., 2007, « Actionnariat : proposition d'une nouvelle typologie ». *Gestion 2000*, 4, p. 135-150.

Girard, C. et Le Maux, J., 2007, « L'activisme et l'engagement actionnarial ». *Revue Française de Gouvernance d'Entreprise*, 1, p. 113-132.

Girard, C., 2004, « L'incidence de l'activisme actionnarial sur les mécanismes de gouvernance : le cas français ». *Finance Contrôle Stratégie*, 7 (3), p. 91-116.

Girard, C., 2003, « La visibilité de la cause actionnariale ». *Banque et Marchés*, 63, p. 22-33.

Girard, C., 2002, « Les actionnaires minoritaires ». *Revue Française de Gestion*, 28 (14), p. 183-202.

Girard, C., 2001, « Une typologie de l'activisme des actionnaires minoritaires en France ». *Finance Contrôle Stratégie*, 4 (3), p. 123-146.

Girard, C., 2001, *L'activisme des actionnaires minoritaires au sein du gouvernement des entreprises françaises*. Doctorat en Sciences de Gestion, IAE de Dijon.

Gond, J-P et Piani, V., 2013, « Enabling institutional investors' collective action: The roles of the Principle for Responsible Investment Initiative. *Business and Society*, 52 (1), p. 64-104.

Gond, J-P et Piani, V., 2013, « Enabling institutional investors' collective action: The roles of the Principle for Responsible Investment Initiative. *Business and Society*, 52 (1), p. 64-104.

Goyer, M. et Jung, D. K., 2011, « Diversity of institutional investors and foreign blockholdings in France: The evolution of an institutionally hybrid economy ». *Corporate Governance: An International Review*, 19, p. 562-584.

Greenwood, M., 2007, « Stakeholder engagement: Beyond the myth of corporate responsibility ». *Journal of Business Ethics*, 74, p. 315-327.

Guyon, Y., 1994, *Le droit des affaires*, éd. Economica.

Harbula, P., 2007, « The ownership structure, governance and performance of French companies ». *Journal of Applied Corporate Finance*, 19, p. 88-101.

Huynh, Q. T., 2009, L'influence de l'activisme *des actionnaires minoritaires sur la gouvernance des entreprises françaises cotées*. Doctorat en Sciences de Gestion Université de Montesquieu-Bordeaux IV.

Novethic, 2011, *Engagement actionnarial, une approche ISR prometteuse*. Novethic Publishing. Retrieved from http://www.novethic.fr/novethic/upload/etudes/Note_Engagement_V-Finale.pdf

OCDE, 2007, *The implications of alternative investment vehicles for corporate governance: a survey of empirical research*. <http://www.oecd.org/corporate/corporateaffairs/corporategovernanceprinciples/39005553.pdf>

Oliver, C., 1991, « Strategic responses to institutional processes ». *Academy of Management Review*, 1, p. 145-179.

Klein, A. et Zur, E., 2009, « Entrepreneurial shareholder activism: Hedge funds and other private investors ». *The Journal of Finance*, 64, p. 187-229.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. et Vishny, R., 1998, « Law and Finance ». *Journal of Political Economy*, 106, p. 1113-1155.

L'Hélias, S., 1997, *Le retour de l'actionnaire*, éd. Gualino.

Logsdon, J. M. et Van Buren III, H.J., 2009, « Beyond the proxy vote: Dialogues between shareholder activists and corporations ». *Journal of Business Ethics*, 87, p. 353-365.

Marens, R., 2003, « Evolution du gouvernement des entreprises : l'émergence de l'activisme actionnarial au milieu du XXe siècle ». *Finance Contrôle Stratégie*, 6 (4), p. 97-131.

Martinez, A.-C., 2002, « L'actionnaire comme porteur d'une vision stratégique », *Revue Française de Gestion*, 141, p. 57-76.

Pariet, C., 1997, « L'activisme de l'actionnaire peut-il être une alternative aux modes traditionnels de surveillance des managers ? », mémoire de DEA, IEP.

Rehbein, K., Brammer, S., Logsdon, J. M. et Van Buren III, H. J., 2009, « Corporate responses to shareholder activism: an institutional perspective ». *Academy Of Management Annual Meeting Proceedings*, p. 1-6.

Ryan, L. V. et Schneider, M., 2003, « Institutional investor power and heterogeneity : Implications for agency and stakeholder theories », *Business & Society*, 42 (4), p. 398-429.

Schneider, M. et Ryan, L. V., 2011, « A review of hedge funds and their investor activism : do they help or hurt other equity investors ». *Journal of Management & Governance*, 15 (3), p. 349-374.

Sjöström, E., 2010, « Shareholders as Norm Entrepreneurs for Corporate Social Responsibility ». *Journal of Business Ethics*, 94, p. 177-191.

Tkac, P., 2006, « One proxy at a time: pursuing social change through shareholder proposals ». *Economic Review*, 91, p. 1-20.

Sloan, P., 2009, « Redefining Stakeholder Engagement. From control to collaboration ». *Journal of Corporate Citizenship*, 36, p. 25-37.

Useem, M., 1996, « Shareholders as strategic asset », *California Management Review*, 39(1), p. 8-27.

Wahal, S., 1996, « Pension Fund Activism and Firm Performance ». *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, p. 1-23.