ACTIVISME ACTIONNARIAL ET RESPONSABILITE SOCIALE DES ENTREPRISES AU CANADA : ANALYSE DES RESOLUTIONS SOUMISES PAR LES ACTIONNAIRES ENTRE 2000 ET 2011

Vanessa Serret, Sylvie Berthelot

▶ **To cite this version:**

Vanessa Serret, Sylvie Berthelot. ACTIVISME ACTIONNARIAL ET RESPONSABILITE SOCIALE DES ENTREPRISES AU CANADA : ANALYSE DES RESOLUTIONS SOUMISES PAR LES ACTIONNAIRES ENTRE 2000 ET 2011. Comptabilité sans Frontières..The French Connection, May 2013, Canada. pp.cd-rom. hal-01002373

HAL Id: hal-01002373
https://hal.science/hal-01002373

Submitted on 6 Jun 2014

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.

ACTIVISME ACTIONNARIAL ET RESPONSABILITE SOCIALE DES ENTREPRISES AU CANADA : ANALYSE DES RESOLUTIONS SOUMISES PAR LES ACTIONNAIRES ENTRE 2000 ET 2011

Vanessa Serret, Maître de Conférences, Université de Bretagne Sud, vanessa.serret@univ-ubs.fr
Sylvie Berthelot, Professeure titulaire, Université de Sherbrooke, sylvie.berthelot@usherbrooke.ca

Résumé : L'objectif de cette recherche est d'analyser l'activisme actionnarial visant à améliorer les pratiques de responsabilité sociale et environnementale de certaines entreprises cotées sur le marché canadien sous la forme de résolutions entre 2000 et 2011. A partir des 238 cas analysés, nous observons premièrement une recrudescence de ce phénomène liée à une évolution favorable du contexte juridique. Les préoccupations des actionnaires sociaux portent principalement (mais pas essentiellement) sur la question du réchauffement climatique, et sur la question de la représentation des femmes aux fonctions de direction dans l'entreprise. Le secteur bancaire et les industries à risques sont ciblés de manière préférentielle et principalement par des investisseurs institutionnels. Le taux élevé de retrait des propositions avant l'assemblée générale indique dans une certaine mesure que les activistes réussissent à infléchir la position des entreprises.

Mots clés : activisme actionnarial, responsabilité sociale de l'entreprise, résolutions, MEDAC.

Abstract : This research sets out to analyse shareholder militant activity that aims to improve practice in the social and environmental responsibility of a number of companies quoted on the Canadian stock exchange through resolutions voted between 2000 and 2011. From the 238 cases analysed, we can firstly observe a revival of this phenomenon linked to a favourable legal context. The preoccupation of institutional shareholders is primarily (but not essentially) concentrated on questions of global warming, and the female representation at managerial level within companies. The banking sector and risk industries have been preferentially and principally targeted by institutional investors. The high rate of withdrawal of proposals before a general assembly indicates to a certain degree the success of activists in changing the position of companies.

Key words : shareholder activism, corporate social responsibility, proposals, MEDAC

Les scandales financiers des années 2000 (Enron, Nortel…) et la crise financière depuis 2008 ont accru les motifs de mécontentement des acteurs sociaux face à la grande entreprise en particulier. Le désaccord exprimé des parties prenantes à l'égard de l'entreprise se manifestera différemment selon les possibilités offertes par l'environnement institutionnel. Ainsi, les outils permettant de notifier ce désaccord peuvent prendre des formes multiples. Ils comprennent notamment le boycott du capital de l'entreprise (désinvestissement, *exit* selon Hirshman, 1971) ou des produits (consom'action), le dialogue informel avec l'entreprise (*behind-the-scene*, Gillian et Starks, 2007, Rehbein, Logson et Van Buren III, 2012), l'utilisation des médias pour sensibiliser la société à une problématique donnée, la pression auprès des autorités publiques pour infléchir la loi et protéger les tiers à l'entreprise (rôle traditionnel du droit des sociétés), ou bien encore lancer une procédure judiciaire à l'encontre de l'entreprise qui ne respecterait pas ses obligations légales (Girard, 2001 ; Den Hond et Bakker, 2007). En pratique, ces modes d'actions ne sont pas exclusifs l'un de l'autre et se combinent souvent les uns aux autres (Wen, 2009). Par exemple, des actionnaires mécontents peuvent tenter de dialoguer avec l'entreprise pour induire une modification de son comportement. Si aucun terrain d'entente n'est trouvé alors les investisseurs peuvent médiatiser le différent qui l'oppose à l'entreprise et éventuellement se lancer dans une procédure judiciaire… Le recours juridique est considéré comme le niveau le plus élevé de confrontation entre les activistes et l'entreprise ciblée (Girard, 2011).

Dans cet article, il s'agit de s'intéresser au cas spécifique (Albouy et Schatt, 2009) d'actionnaires individuels ou groupes d'actionnaires préoccupés de questions sociétales[1] et s'adressant à une entreprise sous forme de propositions (ou résolutions), celles-ci pouvant alors être soumises aux votes de la totalité des actionnaires au cours de l'assemblée générale (AG par la suite) annuelle.

L'objectif de cette recherche est d'analyser l'activisme actionnarial qui vise l'amélioration des pratiques de responsabilité sociale et environnementale (RSE) des entreprises cotées sur le marché canadien, sous la forme de résolutions depuis 2000 jusqu'en 2011 inclusivement. Ce travail contribue à analyser l'influence de l'activisme des actionnaires sur les politiques de

[1] Le terme anglo-saxon « social » recouvre la notion de social (au sens français) et celle d'environnement. La traduction française parfois utilisée pour tenir compte des deux concepts est sociétal (Perez, 2002).

RSE des entreprises cotées sur le marché canadien pour une période de plus de douze ans au total. Il enrichit la littérature sur l'activisme social (Sjöström, 2008).

Si l'activisme des actionnaires canadiens représente un pourcentage inférieur à 10% parmi les stratégies qualifiées d'investissement socialement responsable (Revue 2010 de l'investissement responsable), il est en même temps en constante progression ce qui justifie son étude afin de compléter les travaux sur le marché américain (Proffitt et Spicer, 2006 ; Tkac, 2006 ; Rojas, M'Zali et Turcotte, 2009).

Dans un premier temps, nous développons le cadre théorique. Puis, un parallèle historique est mené entre l'activisme social aux Etats-Unis et au Canada afin de mieux appréhender le contexte institutionnel de la problématique. Les données de l'étude sont présentées en troisième partie. La dernière partie analyse l'évolution de l'activisme social au Canada dans l'ensemble de ses dimensions (thèmes, acteurs principaux, résultats).

1 De la valeur actionnariale à la valeur partenariale

L'origine des débats actuels sur l'activisme remonte à la polémique déclenchée par le célèbre ouvrage de Berles et Means (1932) dans lequel les auteurs expliquent que les actionnaires des firmes cotées ont perdu le contrôle au profit des dirigeants dans un contexte d'actionnariat dispersé. S'engage alors une réflexion sur les différents moyens de réappropriation du contrôle de la firme par les actionnaires. L'activisme s'inscrit en premier lieu dans le courant de recherche sur le gouvernement d'entreprise (ci-après GE) qui s'interroge sur l'ensemble des principes et règles qui limitent les actions des dirigeants (Charreaux, 1997). L'activisme est précisément un moyen pour des actionnaires de manifester leur désaccord vis-à-vis de la stratégie des dirigeants, et d'aligner (éventuellement) les intérêts du dirigeant aux leurs de manière à garantir la richesse créée, ou bien d'aligner les intérêts de la coalition dominante d'actionnaires à ceux des minoritaires (lorsque la structure de l'actionnariat n'est pas dispersée). Il regroupe un ensemble de procédures qui sont initiées par certains actionnaires extérieurs avec pour objet de modifier certaines caractéristiques de la firme de manière à répondre à leurs attentes que celles-ci soient financières, sociales ou éthiques (Le Maux, 2004).

Ainsi, le mécontentement des actionnaires peut porter sur trois grandes thématiques qui sont la performance financière de la firme (origine fréquente du mécontentement), les questions relatives au GE, ou bien encore les problématiques d'ordre social et environnemental qui émergent de plus en plus fréquemment ces dernières années. Les considérations relatives à la performance financière et aux pratiques de gouvernance de l'entreprise sont étroitement liées à la valorisation de la richesse des actionnaires. A coté de celles-ci, comment appréhender les préoccupations sociales et environnementales revendiquées par certains actionnaires ? En considérant que le modèle de la valeur actionnariale est incomplet, ces revendications s'avèrent légitimes. L'une des raisons est que les autres partenaires de la firme contribuent à la valeur créée (collaborateurs par exemple). D'autre part, ces parties prenantes sont elles-mêmes affectées par les décisions du dirigeant. Ainsi, la diversité des intérêts qui rentrent en considération requiert leur intégration dans ce jeu de pouvoir de manière à créer de la valeur partenariale (Charreaux et Desbrières, 1998).

Pour quelles raisons certains actionnaires soumettent-ils des résolutions de nature extra-financière ? La réponse la plus évidente consiste à rappeler qu'un actionnaire est potentiellement un client, il peut être également un collaborateur de la firme…Plus généralement, tout actionnaire actif est un acteur de la société civile (Rehbein et al. 2012) préoccupé de l'impact des activités économiques sur l'environnement social et écologique. Pour Girard et Le Maux (2007) ce qui caractérise l'activisme sociétal par rapport à l'activisme conventionnel, c'est la nature des relations liant les actionnaires actifs au management, relations qui sont de nature politique et stratégique. L'activisme focalisé sur des considérations sociales est parfois qualifié de stratégie d'engagement (O'Rourke, 2003 ; Girard et Le Maux, 2007 ; Wen, 2009). Pour Girard et Le Maux (2007), cet engagement a deux dimensions dont la première est organisationnelle (critique de l'entreprise) et la seconde sociétale (critique de la société).

Par ailleurs, la volonté d'améliorer la responsabilité sociale de l'entreprise peut être sous-tendue par une logique financière selon laquelle la performance sociale et environnementale serait la clef d'une performance financière durable. Précisons que cette création de valeur provient de la réduction des conflits d'intérêts avec les différents partenaires de l'entreprise comme l'indique la théorie des parties prenantes (Freeman, 1984). De même, l'attention à la responsabilité sociétale augmente le capital réputation de l'entreprise qui bénéficie aux investisseurs sur le long terme (Clark et Hebb, 2005). Marens (2003) observe que les

activistes ont fréquemment « besoin d'une logique financière pour soutenir une question sociale ». Ce comportement d'actionnaire s'appuie sur les travaux de Bowen (1954), Freeman (1984) et plus récemment Porter et Kramer (2006) qui font l'hypothèse d'une relation positive entre la performance sociétale d'une part, et la performance financière de l'entreprise d'autre part. Depuis plus de trente ans, de nombreuses recherches empiriques ont exploré le lien entre ces deux types de performance. Bien que la meta-analyse de Orlitzky, Schmidt et Rynes (2003) soit favorable à l'hypothèse d'une relation positive, Shreck (2011) rappelle que les résultats des différents travaux demeurent ambigus.

2 Naissance de l'activisme actionnarial en Amérique du Nord : une comparaison entre les Etats-Unis et le Canada

La remise en question du comportement des entreprises par les actionnaires n'est pas un phénomène totalement nouveau. Il est né dans les années trente aux Etats-Unis (Crête et Rousseau, 1997 ; Marens, 2003) mais il a pris de l'envergure à partir des années 60, c'est-à-dire au moment où la société américaine est agitée par des prises de conscience majeures (la guerre du VietNam, le régime de discrimination raciale en Afrique du Sud, l'écologie…).

L'un des moyens de contestation des actionnaires consistaient à soumettre des propositions en vue de leur diffusion par le biais de documents d'information au moment de la tenue des AG des entreprises cotées en bourse. Historiquement, ce sont les mouvements radicaux de citoyens ainsi que les congrégations religieuses américaines qui s'expriment sur des questions sociétales. S'agissant de l'expression de la citoyenneté, l'une des premières manifestations emblématiques du phénomène d'activisme date de 1967. Cette année-là, *FIGHT* une petite organisation citoyenne acquiert des actions de Kodak afin de pouvoir prendre la parole lors de l'AG. L'objectif poursuivi par son leader, Saul Alinski est alors d'attirer l'attention des médias sur les pratiques salariales et discriminatoires dans l'usine Kodak de Rochester.

Il existe de nombreuses similitudes entre le Canada et les Etats-Unis, mais l'activisme canadien plus récent se manifeste aux débuts des années 80. A ce moment là, plusieurs groupes religieux se réunissent et soumettent un ensemble de propositions lors des AG annuelle d'Alcan ainsi que de plusieurs grandes banques canadiennes (Crête et Rousseau,

1997). Les demandes d'informations des actionnaires portaient notamment sur les activités de ces entreprises en Afrique du Sud[2].

En 1984, Greenpeace a recours aux tribunaux afin de contraindre l'entreprise Inco à diffuser à l'ensemble de ses actionnaires une proposition concernant l'amélioration des systèmes de protection environnementale. Le recours juridique a également été utilisé par des congrégations religieuses (*Jesuit Fathers of Upper Canada*) pour soumettre une proposition de désinvestissement en Afrique du Sud lors de l'AG de Varity Corp en 1987. Malheureusement, la cour approuve la décision de l'entreprise de ne pas faire circuler la proposition d'actionnaire concernant le désinvestissement en Afrique du Sud.

Ainsi, au Canada la possibilité réelle de déposer des projets de résolution apparait en 1997 à la suite du jugement Rayle de la Cour Supérieure du Québec. Celui-ci contraint deux grandes banques canadiennes à inclure dans leur circulaire de sollicitation de procuration les projets de résolution rédigé par Yves Michaud (surnommé « Robin des Banques » au Québec), le président fondateur du Mouvement d'Education et de Défense des Actionnaires minoritaires (MEDAC), (Serret et Berthelot, 2011). En 2001, la clause du *Canada Business Corporation Act* qui permettait aux entreprises de rejeter les résolutions sociales ou environnementales des actionnaires est supprimée.

Comme le rappellent Amann, Caby, Jaussaud et Piniero (2007), le contexte institutionnel est une variable déterminante pour le développement de l'activisme. Ainsi, un contexte juridique favorable à la protection des actionnaires (La Porta, Lopez, Shleifer et Vishny, 1997, 1998, 2000) juxtaposé à un actionnariat dispersé augmentent la probabilité d'activisme. Si la structure de l'actionnariat canadien n'est pas semblable à celle des entreprises américaines (l'actionnariat au Canada est moins dispersé selon Wang, Musila et Chowdbury, 2005), en revanche l'environnement juridique est devenu progressivement plus favorable aux actionnaires actifs (Bates et Hennessy, 2011).

[2] Le mouvement de désinvestissement économique en Afrique du Sud fait partie d'un mouvement plus global qui a pris naissance aux Etats-Unis (Teoh, Welch, et Wazzan, 1999) et qui a participé au démantèlement du régime de l'Apartheid.

Ces différents éléments associés à un intérêt mondial grandissant pour les questions sur la RSE ont pour conséquence l'augmentation de l'activisme portant sur des questions sociétales (Graves, Rehbein et Waddock, 2001). Toutefois, les propositions sociales et environnementales restent marginales par rapport aux résolutions déposées pour des questions de gouvernance (Serret et Berthelot, 2011) comme c'est le cas aux Etats-Unis (Rojas et al. 2009) ou sur les marchés européens (Cziraki, Renneboog et Szilagyi, 2009).

3 Les données de l'étude

En premier lieu, la base des données SHARE (*Shareholder Association for Research and Education*[3]*)* recense les projets de résolution déposés par les activistes entre 2000 et 2011 (douze ans au total). Au final, nous avons extraits 238 résolutions à caractère sociétal s'adressant à 71 entreprises ciblées parmi plusieurs secteurs d'activités. L'initiative des 238 projets de résolutions est attribuable à 36 actionnaires (soit 53 % des dépositaires des résolutions) différents allant du simple individu à l'investisseur institutionnel. Aucun des 36 actionnaires à l'origine des propositions ne détient plus de 10 % du capital. La contestation étudiée dans cet article est donc à l'initiative d'actionnaires minoritaires.

Par ailleurs, 44,53 % des propositions visent des entreprises du secteur financier, de l'assurance et de l'immobilier (tableau 1), ce qui représente en fait 19,71 % des entreprises de l'échantillon et montre que certaines entreprises sont ciblées plusieurs fois.

Tableau 1 : Répartition des entreprises et des propositions par secteur d'activité

Secteur d'activité	Propositions (N=238)	Entreprises (N=71)
Mines et métaux	14,85 %	19,71 %
Manufacture	20,16 %	25,53 %
Transport, communications, électricité	10,08 %	14,08 %
Finance, assurance et immobilier	42,43 %	19,71 %
Services	0,8 %	2,8 %
Vente au détail	12,18 %	18,3 %

La relation positive entre la taille de l'entreprise et le nombre de propositions soumises a été mise en évidence dans plusieurs contextes (Rehbein, Waddock et Graves, 2004) y compris sur le marché canadien (Wang et al. 2005). L'importance du secteur de la finance (tableau 1) pour les activistes appuie les résultats antérieurs.

[3] SHARE est un organisme ayant pour objectif de fournir des services aux investisseurs institutionnels en vue de promouvoir l'intégration des aspects environnementaux, sociaux et sur la gouvernance dans leurs pratiques d'investissement.

Le statut de la résolution est également disponible dans la base de données : elle peut être retirée par les activistes, ou bien elle peut être écartée du vote, enfin elle peut aussi être soumise à l'approbation de l'ensemble des actionnaires. Ces trois possibilités correspondent selon Rehbein et al. (2012) à trois réponses possibles de l'entreprise. Si elle est retirée par les activistes alors la plupart des auteurs interprètent le retrait comme l'acceptation d'un compromis avec les activistes. Si elle est omise par l'entreprise cela signifie que celle-ci a demandé aux autorités boursières son autorisation pour l'exclure des documents d'information des actionnaires avant l'AG ; l'omission se veut dissuasive (elle est rare en pratique, Serret et Berthelot, 2011). Enfin, lorsqu'il n'y a eu aucun compromis et que l'entreprise n'a pas pu faire omettre la proposition, elle est votée avec des résultats inégaux selon la nature de la résolution et celui qui l'a initié.

4 Les caractéristiques de l'activisme actionnarial sociétal au Canada

Entre 2000 et 2011, nous avons recensé 238 résolutions à caractère sociétal parmi les 1007 de la base de données (ensemble des résolutions soumises sur cette période) ce qui représente un pourcentage non négligeable de 23,63 % (en moyenne 19 cas par an sur 12 ans). A titre comparatif, Rojas et al. (2009) recensent en moyenne environ 300 résolutions annuelles aux Etats-Unis entre 1997 et 2004. Sur le marché canadien ce type de résolutions est en progression globale (graphique 1) et inégale selon les années (pic de 54 résolutions en 2008).

Graphique 1 : Evolution du nombre de résolutions entre les années 2000 et 2011.

Entre 2000 et 2005, les propositions d'actionnaires sont au nombre de 53 et sur la seconde période (2006-2011), 185 propositions sont recensées (soit 3,5 fois plus nombreuses). Ce sont les banques qui sont ciblées de manière répétitive (tableau 2), tendance qui a été également observée pour l'ensemble des résolutions (Serret et Berthelot, 2011). La raison principalement avancée est la connaissance du secteur et de l'entreprise, ce qui permet aux activistes d'être plus efficaces. De plus, en interpellant les entreprises emblématiques de l'économie canadienne, les activistes espèrent des effets de contamination (*spillover effects*, Reid et Toffel , 2009) sur les autres secteurs d'activités. Ainsi, environ 7 % des entreprises de l'échantillon cumulent 30,67 % des propositions (tableau 2).

Tableau 2 : Entreprises ciblées sur des questions sociétales entre 2000 et 2011.

Entreprises	**Nombre de ciblage sur la même entreprise**	**% de résolutions**
49 %	Ciblées une seule fois	14,7 %
33,8 %	Ciblées entre 2 et 5 fois inclus	32,77 %
9,85 %	Ciblées entre 6 et 10 fois inclus	21,84 %
• Canadian National Raiwail Co. (ciblée 6 fois) • Barrick Gold Corp (ciblée 7 fois) • Enbridge Inc (ciblée 7 fois) • Petro-canada (ciblée 7 fois) • Bombardier (ciblée 8 fois) • Encana Corporation (ciblée 8 fois) • Canadian Imperial Bank of Commerce (ciblée 9 fois)		
7,04 %	Ciblées entre 10 et 17 fois	30,67 %
• Bank of Nova Scotia (ciblée 12 fois) • Power Corporation of Canada (ciblée 12 fois) • Bank of Montreal (ciblée 16 fois) • Royal Bank of Canada (ciblée 16 fois) • Toronto Dominion Bank (ciblée 17 fois)		

La grande diversité des actionnaires pratiquant l'activisme social qui a été constatée par Tkac (2006) sur le marché américain est semblable au Canada. Ce sont principalement les investisseurs institutionnels qui ont l'initiative de ce type de mécanisme (54,62 %), suivis des associations de protection des actionnaires minoritaires[4] (28,15 %), des actionnaires individuels (11,34 %), des Eglises (4,20 %), et des organisations non gouvernementales (ONG) environnementales (1,68 %). L'importance des investisseurs institutionnels[5] est explicable par le fait qu'ils sont de plus en plus nombreux à adhérer aux principes de l'investissement responsable (PRI). Ils se sont notamment engagés à être des actionnaires actifs sur des questions sociétales.

[4] Le MEDAC principalement

[5] Ce sont des fonds d'investissement traditionnels ou à dénomination éthique et quelques fonds de pension.

S’agissant du statut de ces résolutions, 55,69 % des résolutions sont votées, 38,81 % sont retirées et 9,4 % sont omises. Comparativement aux résultats de l’étude de Serret et Berthelot (2011) sur 2000-2010, on observe une part plus importante des projets retirés et de ceux qui sont omis. De plus, il est à noter que 61,53 % de celles soumises par les investisseurs institutionnels sont retirées ce qui laisse penser que leur pouvoir de négociation a permis un compromis avec l’entreprise conformément à ce que sous-tend la littérature (Gillian et Starks, 2007).

Nous menons une analyse approfondie des motivations des propositions, des actionnaires à l’origine de celles-ci et des entreprises concernées. Concernant la nature des résolutions entre 2000 et 2011, il est possible de les regrouper selon plusieurs grandes familles de préoccupations de la part des actionnaires actifs. Ces regroupements ont un caractère parfois arbitraire mais néanmoins rendent compte de la tendance générale de manière pertinente. Ils s’inspirent des études antérieures tout en s’adaptant au contexte canadien (Profitt et Spicer, 2006 ; Rojas et al. 2009)

Les propositions à caractère environnemental

Les propositions à caractère environnemental (tableau 3) regroupent principalement des demandes d’informations plus précises de la part des actionnaires (exigence de publication d’un rapport environnemental), ainsi que des préoccupations autour du réchauffement climatique. La prise en compte de l’impact des entreprises sur le réchauffement climatique se traduit notamment par la participation au *Carbon Disclosure Project (CDP)*. Le *CDP* est un mouvement qui réunit différents investisseurs institutionnels ayant pour préoccupation le changement climatique. Ces actionnaires font pression auprès des entreprises pour qu’elles deviennent signataires et qu’elles s’engagent ensuite à rendre publique leurs émissions de gaz à effet de serre ce qui revient à exiger une information ciblée et plus précise.

Tableau 3 : Les propositions à caractère environnemental

Type de résolutions	Nombre	Remarques	Résultats
Rapport environnemental • Général • Spécifique (risque associée à l'eau)	9	A partir de l'année 2000 A l'initiative des investisseurs institutionnels.	4 retirées 3 votées (moy : 50 %) 2 omises
Réchauffement climatique • Compte rendu • Etre signataire du CDP • Evaluation des émissions et mise en place d'objectifs à atteindre	44	A partir de l'année 2003 Tous les secteurs d'activités sont concernés. A l'initiative des investisseurs institutionnels et ONG.	27 retirées 2 omises 15 votées (moy : 12,32 %)
Rapport sur les énergies renouvelables.	4	Deux entreprises visées (Petro-Canada et Imperial oil ltd) en 2004 et 2005 par des fonds d'investissement et des Eglises.	1 retiré 3 votées (moy : 8,33 %)
Réduction de l'impact des fertilisants	2	La même résolution visait en 2009 deux industries agro-alimentaires par le même fonds d'investissement	2 retirées
Réduction de la consommation de papier	1	Initié par la Congrégation des Sœurs de Sainte-Anne en 2007	Retirée
Rapport plus spécifique • Risques associés aux pipelines • Risques liés au projet Northern Gateway • Risque d'exploration des ressources hydrocarbures…	9	A partir de 2006, concerne deux entreprises Encana et Embridge. Embridge est visé en 2011, en 2010 et en 2009 pour le projet Northern Gateway par des fonds d'investissement et une ONG (Dogwood Initiative)	7 retirées 2 votées (moy : 22 %)

Dans leur globalité, les propositions à caractère environnemental sont plutôt retirées et laisse donc penser qu'il y eu entente entre les différentes parties. De plus, ce sont les investisseurs institutionnels (les fonds d'investissement notamment) qui sont les principaux acteurs de ces propositions. Lorsque les questions environnementales sont soumises au vote, elles semblent obtenir l'adhésion de nombreux actionnaires notamment concernant la pertinence de publier un rapport sur les risques liés à l'environnement. Parmi les 238 propositions étudiées, c'est la question environnementale du réchauffement climatique qui domine (18,4 % de l'échantillon de propositions). Cette préoccupation est partagée par de nombreux investisseurs dans le monde (Reid et Toffel, 2009, Clark et Crawford, 2012). Cette catégorie est, sur le marché américain, celle qui obtient le plus de soutien lorsqu'elle est soumise au vote (Monks, Miller et Cook, 2004). Sur le marché canadien, la majorité des propositions sur ce sujet est retirée pour accord préalable avec l'entreprise selon nos données.

Les propositions à caractère social

S'agissant des propositions à caractère social, on observe une diversité des préoccupations des actionnaires à l'égard des différentes parties prenantes (tableau 4).

Tableau 4 : Les propositions à caractère social

Type de résolutions	Nombre	Remarques	Résultats
Adopter une politique des droits de l'homme en général	7	A partir de 2005, soumises par des association d'actionnaires, des Eglises	2 votées (moy : 12,9 %) 3 retirées 2 omises
Droits de l'homme sur des zones spécifiques (Chine, Birmanie, Soudan Guatemala)	8	Soumises par des fonds de pension, des fonds d'investissement et des actionnaires individuels	5 votés (moy : 14,56 %) 2 omises 1 retirée
Liberté d'expression	1	Soumise par une association d'actionnaires en 2011	Retirée
Adoption d'une politique conforme au droit international du travail	6	A partir de 2001, soumises par des fonds d'investissement et fonds de pension	6 votées (moy: 12,8 %)
Collaborateurs : Echelle des revenus entre employés et managers, Retraite.	15	A partir de 2003, par le MEDAC, les fonds d'investissements et les actionnaires individuels.	15 votées (moy : 2,2 %)
Sécurité : Code de conduite, Audit, Rapport.	5	Les compagnies ferroviaires sont visées : Canadian National Railway, Canadian Pacific Railway à partir de 2006.	4 retirées 1 votée (4%)
Clients : Mise en place de code conduite, Politique de services à la clientèle bancaire.	8	A partir de 2001, 7 banques ciblées et Bombardier par une association d'actionnaires et un fonds d'investissement.	3 retirées 5 votées (moy: 3 %)
Fournisseurs : Mise en place d'un code de conduite pour les fournisseurs, Rapport sur les contrats de soustraitance	3	A partir de 2009, soumises par des fonds d'investissement.	3 retirées
Charité	7	Campagnes menées en 2007 et en 2008 par des actionnaires individuels.	5 votées (1,8 %) 2 retirées
Santé publique	**A partir de l'année 2004**		
• HIV	3	Soumises par des fonds d'investissement.	3 Retirées
• OGN	2	Soumise par un fonds d'investissement.	2 Votées (2 %)
• Tabac	1	Cible : Shoppers Drug Mart en 2006.	Retirée
Autres parties prenantes	1		Votée (1 %)

Les propositions sociétales

Comme on pouvait s'y attendre, la prise en considération des enjeux du développement durable (DD) s'exprime dans les propositions à caractère social et environnemental (tableau 5). Elles représentent 17,2 % de l'ensemble des propositions.

Tableau 5 : Les propositions sociétales

Type de résolutions	Nombre	Remarques	Résultats
Rapport de DD	14	Soumises par des investisseurs institutionnels et des associations de minoritaires à partir de 2000.	9 retirées 5 votées (moy : 9,82 %)
Rapport de DD selon les critères du GRI	7	A partir de 2005, demandes des investisseurs institutionnels (fonds de pension et caisse de retraite)	5 retirées 1 omise 1 votée (8 %)
Protection des droits des indigènes et de la biodiversité (rapports, code de conduite)	9	A partir de 2006, soumises par des Eglises et fonds d'investissement	5 retirées 1 votée à 10,2% à Goldcorp 1 votée à 37% à Alcan Inc 2 omises
Adopter les principes de l'équateur	3	A partir de 2005, deux résolutions ont été soumises en 2007 auprès de la même banque par des investisseurs institutionnels	Toutes retirées
Adopter les principes de l'ITIE	3	A partir de 2006 par des investisseurs institutionnels et association d'actionnaires	2 retirées 1 omise
Commerce équitable (café…)	1	Cible : Metro en 2005	omise
Projets spécifiques : Projet Pascua Lama (Urkidi, 2009)	4	A partir de 2006 par des Association d'actionnaires	2 retirées 2 omises

Les « Principes de l'Equateur[6] » sont un référentiel pour le secteur financier, pour l'évaluation et pour la gestion du risque social et environnemental en matière de financement de projets. Les établissements financiers qui ont adopté cet ensemble de principes doivent par conséquent s'assurer que les projets qu'ils financent sont réalisés de manière socialement responsable et respectueuse de l'environnement.

L'initiative pour la transparence dans les industries extractives (ITIE) est une norme de référence internationale visant à instaurer la transparence des paiements et des revenus au sein du secteur industriel extractif. Elle part du constat que le manque de transparence cause la disparition des revenus provenant de l'exploitation du pétrole, du gaz et des ressources minières.

L'observation des tableaux 3 à 5 montre qu'un nombre important de résolutions portent sur l'amélioration de la transparence en matière informationnelle. Les premières résolutions déposées en 2000 concernent la publication de rapports environnementaux et de rapports de DD. Or, parmi les obstacles à l'activisme, Wang et al. (2005) identifient la résistance du

[6] www.equator-principles.com

management à divulguer une information pertinente, il n'est donc pas surprenant d'observer un grand nombre de propositions allant dans ce sens. De plus, la publication d'un rapport de RSE ou de développement durable (DD) n'est pas une obligation au Canada à l'instar des Etats-Unis et contrairement à la France (art. 116 de la loi du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques). Toutefois, confrontées aux exigences des parties prenantes, les entreprises canadiennes produisent de plus en plus souvent un tel rapport (Berthelot, Coulmont et Serret, 2012).

La question de la représentation des femmes

Une autre catégorie concerne une demande homogène des actionnaires pour accroître la représentation des femmes au conseil d'administration (CA) et plus généralement dans des postes à responsabilité. Ces 47 résolutions (soit 19,74 %) auraient pu être regroupées avec d'autres résolutions qui relèvent seulement du GE, et ainsi écartées de notre analyse sur l'activisme social. En effet, certaines études (Adams et Ferreira, 2009) ont mis en évidence les bénéfices attendus (augmentation de l'assiduité avec une plus grande diversité des genres représentés…) d'une meilleure représentativité des femmes au CA. Cependant, rares sont les études qui ont été capables d'établir un lien positif entre la présence des femmes à des postes-clefs et les performances financières de l'entreprise (Francoeur, Labelle et Sinclair-Desgagné, 2008). Dans cet article et comme d'autres études (Rojas et al. 2009, Boulouta, 2012, Hafsi et Turgut, 2012), nous considérons que la pression exercée par les actionnaires pour une meilleure représentativité des femmes relève de questions extra-financières. Nous l'avons distingué de la précédente catégorie compte tenu de son importance mais nous aurions pu également les regrouper. Dès 2003, la question de la représentativité est en premier lieu abordée par des investisseurs institutionnels. A partir de 2007, le MEDAC (41 cas sur 47) se lance dans une campagne[7] massive. La stratégie (tableau 6) déployée auprès de chacune des entreprises visées par le MEDAC, se caractérise par une récurrence des propositions sur plusieurs années ; stratégie accompagnée du ciblage d'entreprises emblématiques (les six grandes banques à charte canadienne, Bombardier…). Comme les votes recueillis ne passent pas le seuil de 3 %[8], la résolution ne peut être re-soumise à l'identique l'année suivante.

[7] Lettre du MEDAC, décembre 2006.

[8] Pour pouvoir re-soumettre au vote un projet de résolution qui a déjà été présenté au cours des cinq dernières années, il faut qu'il ait atteint un certain seuil d'appui de la part des actionnaires. Ce seuil est d'abord de 3 %, mais augmente à 6 % pour les projets qui ont été présentés deux fois et atteint 10 % pour les projets de résolution

Aussi, le MEDAC modifie le contenu de la résolution les années suivantes, de façon à maintenir une pression sur plusieurs années : 2007, 2008, 2009, 2011.

Tableau 6 : Stratégie déployée par le MEDAC à partir de 2007

Intitulé de la résolution	Date	Cible	Votes
ACCROITRE LE NOMBRE DE FEMME DIRECTRICES MOYENNE DES VOTES : 5 %	2007	Bombardier……. Bank of Montreal……. Bank of Nova Scotia…… Canadian Imperial Bank of Commerce…… National Bank of Canada……. Power Corporation of Canada…. Royal Bank of Canada……. Toronto Dominion Bank……..	3 % 6 % 3 % 6 % 5 % 8 % 4 % 5 %
METTRE EN ŒUVRE LA PARITE AU CA MOYENNE DES VOTES : 6 %	2008	Bombardier…….. BCE Inc…… Bank of Montreal……. Bank of Nova Scotia…… Canadian Imperial Bank of Commerce…… National Bank of Canada……. Laurentian Bank of Canada……. Manulife Financial Corp…….. Power Corporation of Canada….. Royal Bank of Canada……. Toronto Dominion Bank……..	2 % 7 % 6 % 3 % 6 % 5 % 5 % 8 % 11 % 7 % 6 %
LA MOITIE DES DIRECTEURS NOMMES DOIVENT ETRE DE SEXE FEMININ MOYENNE DES VOTES : 5,2 %	2009	Bombardier……... BCE Inc…… Bank of Montreal……. Bank of Nova Scotia…… Canadian Imperial Bank of Commerce…… National Bank of Canada……. Laurentian Bank of Canada……. Manulife Financial Corp…….. Power Corporation of Canada….. Royal Bank of Canada……. Toronto Dominion Bank……..	4 % 8 % 6 % 5 % 5,47 % **retirée** 2 % 7 % 9 % 6 % 5 %
ADOPTER UNE POLITIQUE DE PARITE AU CA MOYENNE DES VOTES : 7,81%	**2011**	Bombardier……... BCE Inc…… Bank of Montreal……. Bank of Nova Scotia…… Canadian Imperial Bank of Commerce…… Laurentian Bank of Canada…….. Manulife Financial Corp……..... Power Corporation of Canada……. Royal Bank of Canada……..….. Toronto Dominion Bank….... Alimentation Couche-Tard Inc……	3,78 % 9,84 % **18,3 %** 6,93 % 7,52% 5,27 % 8,52 % 8,35 % **10 %** 6,9 **%** 0,55 %

qui ont été présentées lors d'au moins trois A.G. Le seuil des 3 % n'ayant jamais été atteint en 2007, 2008 ou 2009, le MEDAC, pour poursuivre sa campagne, a du modifier la résolution d'une année sur l'autre tout en défendant le même point de vue.

Le pourcentage moyen d'actionnaires qui adhèrent aux résolutions présentées par le MEDAC est faible mais progresse d'année en année. En 2009, le MEDAC décide de retirer sa proposition compte tenu des efforts entrepris par la National Bank of Canada. En 2011, le positionnement du MEDAC recueille plus de suffrages dans toutes les AG des entreprises ciblées au moins deux fois précédemment. Profitt et Spicer (2006) considèrent que 10 % des suffrages suffisent pour que l'entreprise tienne compte de la résolution, l'action menée ne serait donc pas vaine dans le cas de la *Royal Bank of Montreal* et la *Royal Bank of Canada*. Il restera à observer les changements éventuels dans les années futures au sein même de chacune de ces entreprises.

La question de la représentation des femmes illustre assez bien la stratégie privilégiée par le MEDAC. Celui-ci interpelle systématiquement les banques (puis d'autres cibles) sur une question précise de manière répétitive (plusieurs années à la suite) et retire rarement ces résolutions (contrairement aux investisseurs institutionnels) de façon à médiatiser le problème. De ce point de vue, on peut qualifier son action comme étant radicale. Elle est dans la lignée historique des premiers activistes (voir au paragraphe précédent la naissance de l'activisme actionnarial), c'est-à-dire de type conflictuelle et non pas négociée (cas du retrait de la proposition avant l'AG).

<u>L'indexation de la rémunération des dirigeants sur des critères extra financiers</u>

Enfin, nous avons considéré une dernière catégorie pour laquelle certains actionnaires demandent de relier une partie de la rémunération des dirigeants à des critères extra financiers. Cette revendication est nouvelle et seulement quatorze cas ont été recensés depuis 2006 (à peine 5,8% de l'ensemble des propositions sociales) répartis comme indiqué dans le tableau 7. Aux Etats-Unis, cette préoccupation date des années 90 et recueille en moyenne moins de 10% des votes (O'Rourke, 2003).

Tableau 7: Propositions sur le lien entre la rémunération et des critères non financiers

	2006	2007	2010	2011
Relier la rémunération à des indicateurs de DD	1 (Individu) Vote à 2%	3 (Batirente) Ethical funds) Moyenne vote : 6,33 %	1 (Northwest and Ethical Investments L.P.) Retirée	
Relier la rémunération à celle des collaborateurs		8 (MEDAC) Moyenne vote : 3,1 %		
Inclure des critères de long terme (satisfaction de la clientèle, taux de rétention des employés….) pour paramétrer la performance financière permettant de calculer les bonus				1 (Northwest and Ethical Investments L.P.) Votée à 27,69 %

Parmi les 14 cas recensés, le MEDAC soumet pour la seule année 2007 la proposition consistant à relier la performance financière à la rémunération des collaborateurs auprès de 8 entreprises différentes (dont 5 banques). Ces propositions sont toutes soumises au vote et obtiennent peu de soutien des actionnaires. Contrairement à la campagne sur la représentation des femmes, le MEDAC ne revient pas sur cette question les années suivantes. Cette catégorie de résolution fait partie d'un ensemble qui porte sur l'un des combats prioritaires du MEDAC : la question de la rémunération des dirigeants relevant du GE (débat sur le *say on pay* ou vote consultatif des actionnaires, Conyon, 2010). Les autres cas de résolution portent sur l'indexation de la rémunération du dirigeant à des indicateurs de développement durable (DD). Ces propositions sont soumises par des fonds d'investissement éthiques (Ethical Funds, Northwesh and Ethical Investments LP), une caisse de retraite (Batirente) et un individu actionnaire. En 2011, une seule proposition de ce type recueille le suffrage remarquable de 27,69 % s'agissant des critères de détermination de la performance utilisée pour le calcul des bonus. Ce succès est expliqué par le fait que l'entreprise visée (*Laurentian Bank of Canada*) ne prend pas en compte dans le calcul de la performance, la satisfaction de certaines parties prenantes volontaires (celles qui acceptent un certain risque en nouant une relation avec l'entreprise selon Clarkson, 1995) telles que les clients et les employés, comme tel est le cas pour d'autres banques canadiennes. Dans ce cas, l'action menée par les activistes équivaut à une mise en conformité à la norme pratiquée (Den Hond et De Bakker, 2007) dans la plupart des banques bien que celle-ci ne fasse pas l'objet d'une réglementation obligatoire.

Conclusion

L'activisme social est la première forme d'activisme actionnarial, il reste cependant peu documenté (Mc Laren, 2004 ; Tkac, 2006) en raison de sa marginalité par rapport à

l'activisme portant sur des questions de performance financière ou de gouvernance. Par ailleurs, les études sur l'activisme actionnarial au Canada (Wang et al. 2005 ; Bates et Hennessy 2010 ; Serret et Berthelot, 2011) sont peu nombreuses. Aussi, dans la lignée des travaux de Rojas et al. (2009) et de Proffitt et Spicer (2006) sur le marché américain, nous avons analysé 238 cas de résolutions environnementale et/ou sociale déposées par différents types d'actionnaires auprès de plusieurs grandes entreprises cotées sur le marché canadien.

Dans une perspective historique, nous constatons que les revendications de type sociétal des actionnaires canadiens sont à l'origine d'une réforme du droit comme l'observe Marens (2003) dans le contexte américain. L'évolution du contexte juridique au Canada permet aujourd'hui, à n'importe quel actionnaire de faire entendre sa voix (*voice*, Hirshman, 1971) sur des considérations de tout ordre (Bates et Henessy, 2011).

Compte tenu de l'émergence d'une grande partie des revendications, il nous est encore difficile de mesurer de façon pertinente les changements réels qu'elles peuvent avoir induits dans les différentes entreprises, ce qui constitue une limite de cette contribution mais sera l'objet d'une recherche future. En revanche, un état des lieux de la situation a été dressé de manière exhaustive concernant le type de propositions, les cibles de prédilection des actionnaires et les résultats des votes au Canada. Ainsi, nous constatons un accroissement de la diversité de demandes de la part des actionnaires actifs dans le temps. Certaines sont ponctuelles, d'autres font l'objet de campagne à l'instar de ce que l'on a pu observer sur le marché américain (Graves et al. 2001). On observe que la majorité des résolutions soumises exigent une amélioration de l'information. Par ailleurs, certaines résolutions recouvrent des thématiques transversales au GE et au social comme par exemple la représentation des femmes ou la rémunération des gérants. Les entreprises ciblées appartiennent principalement à des secteurs à risque (« industrie » et « mines et métaux ») mais la majorité des résolutions est soumise dans le secteur financier auprès des banques notamment. Peu de propositions soumises au vote obtiennent plus de 50 %[9] des voies des actionnaires. Ce résultat n'est apparemment pas très encourageant bien que Profitt et Spicer (2006) estiment qu'un score de 10 % est suffisant pour influencer l'entreprise. De plus, lorsqu'une résolution est retirée (38 %

[9] Un pourcentage de vote supérieur à 50% ne contraint pas légalement l'entreprise à mettre en œuvre la proposition.

des cas), elle est le signe bien souvent de concessions accordées par l'entreprise aux actionnaires.

Bibliographie

Adams, R.B., Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94: 291-309.

Albouy, M., Schatt, A. (2009). Activisme et Proxy Fight. *Revue Française de Gestion*, 198-199 : 297-315.

Amann, B ., Caby J., Jaussaud, J., Piniero J. (2007). Activisme des actionnaires et responsabilité sociale des entreprises : une comparaison Espagne-France-Etats-Unis-Japon, *Revue de l'Organisation Responsable*, 2 : 37-53.

Bates, K., Hennessy, D. (2010). Tilting at windmills or contested norms? Dissident proxy initiatives in Canada. *Corporate Governance: An International Review*, 18: 360-375.

Berle, A. et G. Means (1932). *The Modern Corporation and the Private Property*, New York: MacMillan.

Berthelot S., Coulmont M., Serret V. (2012). Do investors value sustainability reports? A Canadian study. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, DOI 10.1002/csr.285.

Boulouta, I. (2012). Hidden connections: the link between board gender diversity and corporate social performance, *Journal of Business Ethics*, DOI 10.1007/s10551-012-1293-7.

Bowen, H.R. (1953). *Social responsibilities of the businessman*. Harper & Row. New York.

Charreaux G. (1997). Vers une théorie du gouvernement des entreprises. In Economica, *Le Gouvernement des Entreprises*, 471-493.

Charreaux G., Desbrières P. (1998). Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale. *Finance Contrôle et Stratégie*, 1, 2: 57-88.

Clark C., Crawford E.P., (2012). Influencing climate change policy: the effect of shareholder pressure and firm environmental performance. *Business & Society*, 51: 148-175.

Clark, G., Hebb, T. (2005). Why should they care? The role of institutional in the market of corporate global responsibility. *Environment and Planning A*, 37: 2015-2031.

Clarkson, M. B. (1995). A stakeholder framework for analysing and evaluating corporate social performance, *Academy of Management Review*, 20, 1: 92-115.

Conyon, M. (2010). Shareholder voting and directors' remuneration report legislation: say on pay on the UK. *Corporate Governance: An International Review*, 18: 296-312.

Crête R., Rousseau S. (1997). De la passivité à l'activisme des investisseurs institutionnels au sein des corporations : le reflet de la diversité des facteurs d'influence. *Revue de droit de McGill* : 863-960.

Cziraki, P., Renneboog, L., Szilagyi, P.G. (2010). Shareholder activism through proxy proposals : The European perspective. *European Financial Management*, 5: 738-777.

Den Hond, F., de Bakker, F.G.A. (2007). Ideologically motivated activism. How activist groups influence corporate social change activities. *Academy of Management Review, 32*: 901-924.

Francoeur, C., Labelle, R., Sinclair-Desgagné, B. (2008). Gender diversity in corporate governance and top management. *Journal of Business Ethics*, 81: 83-95.

Freeman, R.E. (1984). *Strategic management – A stakeholder approach*, Marshall, M.A. Pitman, Boston.

Gillan, S. L., et Starks, L.T. (2007). The evolution of shareholder activism in the United States, *Journal of Applied Corporate Finance*, 1: 55-73.

Girard C. (2011). Success of shareholder activism : The French case. *Bankers. Markets & Investors*, n°115: 26-36.

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

Girard, C., Le Maux J. (2007). L'activisme et l'engagement actionnarial, *Revue Française de Gouvernance des Entreprises*, 1 : 113-133.

Graves, S.B., Rehbein, K., Waddock, S. (2001). Fad and fashion in shareholder activism: The landscape of shareholder resolutions, 1988-1998, *Business and Society Review*, 4: 293-314.

Guay, T., Doh, J.P., Sinclair, G. (2004). Non-governmental organizations, shareholder activism, and socially responsible investment: Ethical, Strategic and governance implications, *Journal of Business Ethics*, 1: 59-71.

Hafsi, T., Turgut G. (2012). Diversity and its effects on social performance: conceptualization and empirical evidence. *Journal of Business Ethics*, DOI 10.1007/s10551-012-1272-z.

Hirschman, A. (1971). *Exit, voice, loyalty: Responses to decline in firms*. Organizations, and States, Harvard University Press, Cambridge, MA.

Jensen M., Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 4: 305-360.

Jo H., Maretno A. H. (2012). The causal effect of corporate governance on corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 106: 53-72.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., et Vishny R.W. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 1-2: 3-27.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (1997). Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, 52: 1131-115.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106: 1113-1155.

Le Maux, J. (2004). L'activisme: une protection active des actionnaires minoritaires. In Publications de la Sorbonne, *Recherches récentes en finance (CREFIB)* : 14-55.

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

McLaren, D. (2004). Global stakeholders : Corporate accountability and investor engagement, *Corporate Governance*, 2: 191-201.

Monks, R., Miller, A., Cook, J. (2004). Shareholder activism on environmental issues: A study of proposals at large US corporations (2000-03), *Natural Resources Forum*, 28: 317-330.

O'Rourke, A. (2003). A new politics of engagement: shareholder activism for corporate social responsibility, *Business Strategy and the Environment*, 12: 227-239.

Orlitzky M., Schmidt F.L., Rynes S.L. (2003). Corporate social and financial performance: a meta-analysis. *Organizational Studies*, 24: 52-72.

Perez, R. (2002). L'actionnaire socialement responsable. *Revue Française de Gestion*, 28, n°141: 131-151.

Porter, M.E., Kramer M.R. (2006). Strategy & Society : the link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard Business Review*, 84: 78-92.

Proffitt W.T., Spicer, A. (2006). Shaping the shareholder activism agenda: Institutional investors and global issues, *Strategic Organization*, 2: 165-190.

Rehbein, K., Logson J., Van Buren III, H.J. (2012). Corporate responses to shareholder activists: considering the dialogue alternative. *Journal of Business Ethics*, DOI 10.1007/s10551-012-1237-2.

Rehbein, K., Waddock, S., Graves, S.B. (2004). Understanding shareholder activism: which corporations are targeted? *Business and Society*, 43: 239-267.

Reid, E. M., Toffel, M.W. (2009). Responding to public and private politics: corporate disclosure of climate change strategies. *Strategic Management Journal*, 30 : 1157-1178.

Revue 2010 de l'investissement socialement responsable au Canada. 2011. Une enquête sur l'investissement socialement responsable au Canada. Mai.

Rojas, M., M'zali, B., Turcotte, M-F. et Merrigan, P. (2009). Bringing about changes to corporate social policy through shareholders activism : Filers, issues, targets, and success, *Business and Society Review*, 2: 217-252.

Schreck, P. (2011). Reviewing the business case for corporate social responsibility: new evidence and analysis. *Journal of Business Ethics*, 103 : 167-188.

Serret, V., Berthelot, S. (2011). Naissance de l'activisme actionnarial au Canada : un portrait de l'évolution des projets de résolution de 2000 à 2009. *Revue française de gouvernance d'entreprise*, n°10: 67-92.

Sjöström, E. (2008). Shareholder activism for corporate social responsibility: What do we know? *Sustainable Development*, 3: 141-154.

Social Investment Organization (2007). A Survey of Canadian Mutual Funds on Proxy Voting.

Social Investment Organization, *Canadian Socially Responsible Investment Review*, 2008.

Southwood, P. (2003). Shareholder engagement : Prospects for improving corporate social responsibility, *International Journal of Business Performance Management*, 2/3, 223-236.

Teoh, S.W., Welch, I., et Wazzan, C.P. (1999). The effect of socially activist investment policies on the financial markets: Evidence from the South African boycott". *Journal of Business*. 1: 35-89.

Tkac, P. (2006). One proxy at a time: pursuing social change through shareholder proposals. *Economic Review*, 3rd Quarter: 1-20.

Urkidi, L. (2009). A global environmental movement against gold mining: Pascua-Lama in Chile. *Ecological Economics*, 70: 219-227

Wang E., Musila J., Chowdhury S, D. (2005). How shareholder activist pick their targets. *Ivey Business Journal*. November-December.

Wen, S. (2009). Institutional investor activism on socially responsible investment: Effects and expectations, *Business Ethics*, 3: 308-333.