HAL
open science

L'INFLUENCE DE L'ACTIVISME DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES SUR LA GOUVERNANCE DES ENTREPRISES FRANÇAISES COTEES

Quôc Thai Huynh

To cite this version:

Quôc Thai Huynh. L'INFLUENCE DE L'ACTIVISME DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES SUR LA GOUVERNANCE DES ENTREPRISES FRANÇAISES COTEES. Sciences de l'Homme et Société. UNIVERSITE MONTESQUIEU-BORDEAUX IV, 2009. Français. NNT : . tel-02523062

HAL Id: tel-02523062

https://hal.science/tel-02523062v1

Submitted on 28 Mar 2020

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

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

UNIVERSITE MONTESQUIEU-BORDEAUX IV

ECOLE DOCTORALE de SCIENCES ECONOMIQUES, GESTION ET DEMOGRAPHIE (E.D.42)

DOCTORAT ès SCIENCES DE GESTION

Quôc Thai HUYNH

L'INFLUENCE DE L'ACTIVISME DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES SUR LA GOUVERNANCE DES ENTREPRISES FRANÇAISES COTEES

Thèse dirigée par M. **Gérard HIRIGOYEN**, Professeur des universités

Soutenue le lundi 4 mai 2009

JURY

M. **Pierre BATTEAU**, Professeur des universités, Université Aix en Provence, **rapporteur**

M. **Pascal BARNETO**, Professeur des universités, Université Poitiers, **rapporteur**

M. **Gérard HIRIGOYEN**, Professeur des universités, Université Montesquieu Bordeaux IV, **directeur de thèse**

M**. Eric LAMARQUE**, Professeur des universités, Université Montesquieu Bordeaux IV

REMERCIEMENTS

Ces remerciements s'adressent, en premier lieu, à mon directeur de recherche, le Professeur Gérard Hirigoyen qui a accepté la direction de ce travail. Et surtout, je le remercie pour la clairvoyance du thème qu'il m'a confié à la fin de mon DEA en sciences de gestion. Ce sujet passionnant n'a jamais cessé d'alimenter ma réflexion et a toujours été d'actualité. Ma reconnaissance va bien au-delà de vos conseils précieux pour l'écriture de ma thèse. Et j'ai bien conscience que rien de ce que j'ai pu accomplir ces dernières années n'aurait pu être réalisé sans votre aide et votre soutien au début de ce long travail.

Je prie le Professeur Pascal Barneto de trouver ici ma reconnaissance pour l'honneur qu'il me fait en étant le rapporteur de ce travail de recherche.

J'exprime également ma sincère gratitude au Professeur Pierre Batteau qui me fait l'honneur d'évaluer mon travail, également en qualité de rapporteur.

Je tiens également à remercier le Professeur Eric Lamarque qui a accepté de participer au jury de ma soutenance de thèse.

Ce travail doit beaucoup à l'encadrement de l'IRGO au sein du Pôle Universitaire de Sciences de Gestion qui a été un endroit favorisant le travail grâce aux échanges avec les autres chercheurs. Je souhaite remercier aussi Mme Aliette Bertin pour sa gentillesse et son soutien moral.

Je souhaite aussi remercier Mlle Marina Pulido pour son aide en statistiques. Ses conseils m'ont été utiles dans la construction de ma recherche empirique.

Je remercie également le cabinet Proxinvest pour m'avoir fourni un de leurs rapports annuels sur la gouvernance à titre gracieux au début de ce travail.

Et par-dessus tout, je remercie mes parents à qui je dois beaucoup et sans leur soutien, rien de tout cela n'aurait été possible.

RESUME

A partir de la loi NRE de 2001, le législateur a très clairement marqué son attachement au respect des règles de bonne gouvernance préalablement formalisées depuis le rapport Viénot I en 1995. La promotion des bonnes pratiques a été très largement reliée par les organismes de défense des actionnaires minoritaires. Pourtant, les autorités de marchés n'ont pas jugé nécessaire de les imposer par la loi. Elles ont préféré laisser aux entreprises le soin de choisir leurs adoptions selon le principe de *« respecter ou justifier »*. La question de la gouvernance est un enjeu majeur du développement des sociétés cotées. La preuve en est qu'en dépit de cet engouement pour la bonne gouvernance dans les discours, même les grandes entreprises faisant largement appels à l'épargne publique rechignent à les appliquer. Malgré le signal positif qu'elles pourraient envoyer au marché, ces firmes préfèrent garder des statuts contraires aux intérêts de certains de leurs actionnaires. Cette étude vient répondre à cette interrogation en cherchant les relations entre les évènements d'activisme, la structure de gouvernance et la performance financière. Les actionnaires minoritaires sont les acteurs à l'origine de l'activisme car ils sont aussi les principaux perdants lorsque les dirigeants ou les actionnaires de contrôle décident de maximiser leurs richesses à leurs détriments. La question est de savoir s'ils peuvent s'ériger en contre pouvoir crédible lorsque tous les autres mécanismes de contrôle externes ont failli.

TITRE en anglais

THE INFLUENCE OF MINORITY SHAREHOLDERS' ACTIVISM ON THE CORPORATE GOVERNANCE OF FRENCH PUBLIC COMPANIES

RESUME en anglais

Since the New Economic Regulation law in 2001, the legislator has clearly demonstrated his dedication to the corporate governance rules instigated by the Viénot report in 1995. In France, the minority shareholders' defence associations are the primary support for the promotion of good

practice. Unfortunately, the legislating market authorities did not deem it necessary to impose it by law. Instead they preferred to let public companies choose their bylaws following the principle of *« comply or justify »*. The governance question is a major issue for a company's development. Even the biggest firms on the stock exchange are slow to adopt the corporate governance recommendations, despite the positive signal they could send to the market by conforming to the rules. Furthermore, their preference is to maintain their stance that bylaws conflict with shareholders' interests. By testing a set of corporate governance criterions, this study seeks to investigate this issue by exploring the relationships between acts of activism, corporate governance structure and financial performances. Minority shareholders are the originators of this activism because they are the primary losers when the Chief Executive Officer (CEO) or the controlling shareholders decide to maximize their own wealth. The focus of this enquiry is to identify whether minority shareholders can be considered a credible counter power when all the other external control mechanisms have failed.

MOTS-CLES *(en français)*

Gouvernance d'entreprise, activisme actionnarial, droits des actionnaires minoritaires, coût d'agence, conseil d'administration, administrateurs indépendants, mesures anti-OPA, pilules empoisonnées, batailles de procuration

MOTS-CLES *(en anglais)*

Corporate governance, shareholders' activism, minority shareholders' right, agency costs, boards, independent directors, anti-takeover provisions, poison pills, proxy contests

IRGO – Institut de recherche en gestion des organisations
Université Montesquieu – Bordeaux IV
Pôle universitaire de sciences de gestion (PUSG)
Bât C 4° étage
35 Avenue Abadie 33072 Bordeaux Cedex

TABLE DES MATIERES

Introduction générale 14

PREMIERE PARTIE : ANALYSE THEORIQUE DE LA RELATION ENTRE RESPECT DES REGLES DE GOUVERNANCE ET ACTIVISME DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES 35

Chapitre 1 : Les déterminants de l'activisme des actionnaires minoritaires et leur influence sur la gouvernance des firmes 37

I- L'activisme actionnarial dans la littérature : description et analyse des déterminants 39

1. Définition de l'activisme actionnarial 39
    1.1. Caractéristiques de l'activisme 42
    1.2. L'activisme, résultat d'un arbitrage 43
    1.3. Les caractéristiques des entreprises visées par les actionnaires minoritaires 45
    1.4. Les facteurs explicatifs du succès de l'activisme 48

2. Les incidences de l'activisme des actionnaires minoritaires 52
    2.1. Effets sur la richesse des actionnaires à court terme 53
        2.1.1. Les effets des batailles de procuration 53
        2.1.2. Les effets des annonces publiques 54
        2.1.3. Les effets des négociations privées 55
    2.2. Les effets sur la richesse des actionnaires à long terme 56
    2.3. Synthèse des études empiriques de l'activisme actionnarial 57

3. Les biais associés au mécanisme du vote 64
    3.1. Les votes stratégiques : les problèmes de passager clandestin et de rétention des droits de vote 64
        3.1.1. La stratégie de passager clandestin 64
        3.1.2. La rétention des droits de vote 65
        3.1.3. La différence entre les deux comportements opportunistes 66
    3.2. Le dilemme du prisonnier et le problème de coordination : les tactiques et les parades 66
        3.2.1. Le dilemme du prisonnier 66
        3.2.2. Le problème de coordination 69
        3.2.3. Les conflits d'intérêts inhérents aux divergences d'objectifs 70
    3.3. La nature des solutions : les règles de propriété et de responsabilité (Property rules et Liability rules) 71
        3.3.1. Définitions des règles juridiques 71
        3.3.2. L'application des règles aux votes stratégiques et aux conflits d'intérêts 74

II- L'activisme actionnarial : réponse à une défaillance du système organisationnel de la firme 75

1. La représentation dans la théorie juridique 75

2. La prise en compte des déviances à l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires 78
2.1. Les travaux de Arrow sur la prise de décision dans les organisations 80
2.2. La théorie des droits de propriété 82
2.3. Le modèle REMM 83
2.4. La distinction entre droit aux cash flows et droit de contrôle d'un titre de propriété 85
2.4.1. La ponction sur les cash flows 85
2.4.2. La prise en compte des droits de contrôle : Les travaux de Hart 87

3. Le processus de décision au sein des firmes 90
3.1. Les études expérimentales 90
3.2. Différents biais des décisions de groupe 92
3.2.1. Le comportement moutonnier 92
3.2.2. La suffisance 93
3.2.3. Autres biais 93
3.3. La théorie de l'enracinement du dirigeant 94
3.3.1. L'enracinement des dirigeants 95
3.3.2. L'enracinement est-il préjudiciable aux actionnaires ? 96
3.3.3. La tentative de réponse de la législation en France 98
3.3.4. Les études empiriques sur les conseils d'administration 101

4. Différences majeures entre l'activisme en France et aux Etats-Unis 102
4.1. La nature différente des scandales financiers 102
4.2. Le rôle des stock-options dans les dysfonctionnements du système 105
4.3. Les caractéristiques du capital en Europe 106

Chapitre 2 : L'élaboration d'un modèle de gouvernance autour de l'actionnaire minoritaire entre performance et protection 112

I- Le régime de droit comme facteur de développement d'un modèle de gouvernance 114

1. La gouvernance des entreprises : une préoccupation politique 114
1.1. Le contexte général 114
1.2. Principes et codes de gouvernance 116
1.2.1. Choix du principe du *« Respecter ou justifier »* 117
1.2.2. Une illustration du principe *« Respecter ou justifier »* par les OPCVM 118
1.2.3. La prolifération des principes et des codes 120

2. La répartition des contre pouvoirs dans les sociétés cotées 124
2.1. La place des administrateurs 125
2.2. Les obstacles à la mise en pratique d'actions sociales 127
2.3. L'évolution de la responsabilité délictuelle 130

3. Résultats de différentes enquêtes sur la gouvernance d'entreprise après le rapport Viénot 131
3.1. L'évolution de la structure de gouvernance en France 132

3.2. Les institutions participant au contrôle externe 134
3.2.1. Le marché en tant qu'organe disciplinaire 134
3.2.2. Limites des types de fonds de pension et coût d'une résolution 136

II- L'influence de l'environnement juridique et institutionnel sur le comportement des actionnaires minoritaires 142

1. Les limites de la protection juridique dans la gouvernance 142
1.1. L'effet inverse de la protection juridique 143
1.2. L'arbitrage entre bénéfices privés et les coûts d'agence pour le propriétaire 145
1.2.1. Le modèle de Roe (2002) 145
1.2.2. La prise en compte dans le modèle des coûts d'agence 147
1.3. L'existence d'une double distinction derrière la nature de l'actionnaire de contrôle 149
1.3.1. Les avantages de la détention du contrôle 149
1.3.2. Les risques supportés par les minoritaires 151
1.4. Solutions aux conflits d'intérêts dans les différents systèmes juridiques 153

2. Les altérations légales au principe d'égalité des actionnaires 155
2.1. Les études sur les pilules empoisonnées 155
2.2. Les pilules empoisonnées à la française 158
2.3. La protection apportée par l'offre publique de retrait aux minoritaires 161

3. Le principe « une action – une voix » 162
3.1. La diversité institutionnelle de l'allocation des droits de vote 163
3.2. Les justifications de l'unification des droits de vote 167
3.3. Synthèse des résultats d'enquête sur la gouvernance en France 169
3.3.1. Les enquêtes antérieures à la loi NRE 2001 169
3.3.2. Les enquêtes après 2001 172

PARTIE 2 : ETUDE EMPIRIQUE DE LA RELATION ENTRE L'ACTIVISME DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES ET LA STRUCTURE DE GOUVERNANCE 180

Chapitre 3 : Analyse des effets de l'activisme actionnarial par rapports aux critères de gouvernance retenus 182

I- Méthodologie de la recherche 184

1. Constitution de l'échantillon 184
1.1 Echantillonnage 184
1.2 Collecte de donnée 186
1.3. Critères de gouvernance et d'activisme analysés 186

2. Evolution de la structure de gouvernance des entreprises en réponse à l'activisme actionnarial 189
2.1. Descriptif des résultats des critères de gouvernance 189

2.2. Descriptifs des résultats de l'activisme 193
2.3. Descriptif des évènements d'activisme 194
2.4. Historique de la méthodologie 197
2.5. Descriptions des principaux outils de la méthodologie retenue 198
2.5.1. Index de gouvernance 199
2.5.2. Index de performance 200
2.5.3. Définition du critère de structure de propriété 201

3. Tests statistiques sur les critères de gouvernance 205
3.1 Corrélations de Spearman pour l'ensemble des firmes de l'échantillon 205
3.2. Corrélations de Spearman pour les firmes ciblées par l'activisme 206
3.3. Corrélations de Spearman pour les firmes non ciblées 207
3.4. Commentaires sur les corrélations des différents échantillons 208

II- Analyse détaillée de l'évolution des firmes ciblées durant la période d'analyse 209

1. Démarche de l'analyse exploratoire pour l'identification des sujets de l'activisme 209

2. Tableau de synthèse des évènements d'activisme pour la période 2001-2004 210

3. Caractéristiques financières et études des cas d'activisme des firmes ciblées de l'échantillon 215

Chapitre 4 : Analyse et descriptifs des résultats de l`activisme sur les firmes de l`échantillon 263

I- Les caractéristiques de l'exercice des droits de vote en France 265

1. Description du processus de vote 265
1.1. La tenue d'une assemblée générale (AG) 265
1.2. L'actionnaire minoritaire au centre des préoccupations 269
1.2.1. Les droits dont disposent les actionnaires en France 269
1.2.2. L'expertise de gestion 270
1.2.3. L'expertise judiciaire 271
1.3. Les différentes formes d'abus de droit 271
1.3.1. L'abus de majorité d'un actionnaire de contrôle 271
1.3.2. L'abus de minorité 273
1.3.3. Sanctions de l'abus de minorité 273
1.3.4. Sanctions du *« harcèlement judiciaire »* 274

2. Les informations requises dans l'élaboration des documents de référence 274
2.1. La composition du conseil d'administration 275
2.2. Le rôle et le fonctionnement du conseil d'administration 276
2.2.1. Le règlement intérieur du conseil 276
2.2.2. Rémunérations des mandataires sociaux et programmes d'options 277
2.2.3. Les mécanismes de limitations de droits de vote 278

3. Règles de franchissement de seuils 280
3.1. Les obligations d'information 280
3.2. L'objectif des règles de franchissement de seuil 281

II- Descriptif des résultats relatifs aux éléments de la gouvernance retenue 285

1. Les critères concernant les conseils d'administration 285
1.1. La durée des mandats 285
1.2. La taille des conseils d'administration 287
1.3. Les taux d'indépendance des conseils d'administration 288
1.4. Répartition des critères de gouvernance dans les index de gouvernance 290

2. Descriptif de la répartition des données structurelles de l'étude 293
2.1. La répartition du contrôle 293
2.2. Répartition de la nature de la propriété 294
2.3. Tableau corrélation critères de gouvernance et contrôle 295
2.4. Répartition des index de gouvernance 296
2.4.1. Evolution des effectifs dans les index de gouvernance de 2001 à 2004 296
2.4.2. Tableau des critères de gouvernance présent dans les firmes ayant subies ou non de l'activisme 298
2.5. Répartition de l'activisme dans l'échantillon 300
2.5.1. Fréquence des critères d'activisme sur l'ensemble de l'échantillon 301
2.5.2. L'intensité de l'activisme 301
2.5.3. Tableau de corrélation des critères d'activisme 302
2.6. Résultats des relations entre activisme et index de gouvernance 304
2.6.1. Répartition de l'activisme par index de gouvernance 304
2.6.2. Nombre d'évènements d'activisme par index de gouvernance 305

3. Etude descriptive sur la performance mesurée par le ROA et par le ROE 307
3.1. Tests de comparaison de moyennes sur les mesures en termes de ROA 307
3.1.1. ROA moyen par firmes 308
3.1.2. ROA moyen annuel pour l'ensemble des firmes de l'échantillon 308
3.1.3. ROA moyen par nombre de critères de bonne gouvernance suivis 309
3.1.4. ROA moyen par catégorie d'index de gouvernance 309
3.1.5. ROA moyen pour les firmes touchées ou non par de l'activisme 310
3.1.6. ROA moyen par niveau d'intensité de l'activisme 310
3.1.7. ROA moyen par nature de propriété : patrimoniale, familiale et managériale 311
3.1.8. ROA moyen pour les critères de concentration du capital 312
3.2. Tests de comparaison de moyennes pour la performance mesurée par le ROE 313
3.2.1. ROE moyen par firmes 313
3.2.2. ROE moyen annuel pour l'ensemble des firmes de l'échantillon 313
3.2.3. ROE moyen par nombre de critères de bonne gouvernance suivis 314
3.2.4. ROE moyen par catégorie d'index de gouvernance 315
3.2.5. ROE moyen pour les firmes touchées ou non par de l'activisme 316
3.2.6. ROE moyen par niveau d'intensité de l'activisme 316
3.2.7. ROE moyen par nature de propriété : patrimoniale, familiale et managérial 317
3.2.8. ROE moyen pour les critères de concentration du capital 318

4. Relation entre les évènements d'activisme et les index de performance et de gouvernance 319
4.1. Activisme par index de performance 319
4.2. Relation activisme par index de gouvernance en fonction de la performance 321
4.3. La régression logistique de l'activisme par les déterminants de la structure de gouvernance 323
4.3.1. La régression logistique 324
4.3.2. Modèle univarié de régression logistique : Y = a X 325
4.3.3. Modèle multivarié de régression logistique 328
4.3.4. Test d'adéquation du modèle d'Hosmer et Lemeshow 329

Conclusion générale 334

Bibliographie 343

TABLE DES TABLEAUX, SCHEMAS ET GRAPHIQUE

Partie 1 :

Tableau 1 : Typologie des actionnaires minoritaires. Source : Girard (2001, p.134) ..... .41
Tableau 2 : Typologie de l'activisme des actionnaires minoritaires. Source : Girard (2001, p.142) ..... .51
Tableau 3 : Synthèse des études empiriques ..... .57
Figure 1 : Répartition des coûts d'une assemblée générale 140
Graphique 1 : Relation entre le coût d'organisation d'une AG et le flottant..... .141
Tableau 4 : Typologie des titres de participation 164

Partie 2 :

Tableau 5 : Traitement de l'échantillon 185
Tableau 6 : Nature des critères de gouvernance 187
Tableau 7 : Pourcentage d'entreprise respectant un critère de gouvernance une année donnée par rapport au nombre total d'entreprise dans l'échantillon 189
Tableau 8 : Pourcentage d'activisme entre 2001 et 2004 193
Tableau 9 : Répartition des critères de gouvernance en fonction des index de gouvernance 199
Tableau 10 : Répartition des critères d'activisme en fonction des index de gouvernance 200
Tableau 11 : structure de propriété, activisme et performances ..... .202
Graphique 2 : Relation entre activisme, performance et contrôle ..... .203
Tableau 12 : Revue de presse sur l'activisme actionnarial ..... .211
Figure 2 : Participation aux AG. Source AMF-AFEP-ESSEC : Les quorums en 2004 267
Figure 3 : Histogramme de la répartition du mode de participation en AG. Source AMF-AFEP-ESSEC ..... .268
Tableau 13 : Durée des mandats ..... .286
Tableau 14 : Taille des conseils d'administration 288
Tableau 15 : Taux d'indépendance des conseils ..... .289
Tableau 16 : Répartition des critères de gouvernance par index de gouvernance 290
Figure 4 : Histogramme de la répartition des critères de gouvernance..... .291
Tableau 17 : Répartition de la nature du contrôle..... .294
Tableau 18 : Corrélations critères de gouvernance et structure du contrôle..... .295
Graphique 3 : Evolution des index de gouvernance entre 2001 et 2004 297
Tableau 19 : Effectifs des index de gouvernance 297
Tableau 20 : Répartition des critères de gouvernance en fonction de l'activisme..... .298
Tableau 21: Fréquences des évènements d'activisme..... .301
Tableau 22: Proportion des firmes par nombre d'évènements d'activisme 301

Figure 5 : Répartition de l'activisme par index de gouvernance 304
Graphique 4 : Evolution de l'activisme entre 2001 et 2004 306
Tableau 23 : Nombre d'activisme par index de gouvernance 306
Tableau 24 : ROA moyen par année 308
Tableau 25 : ROA par nombre de critères de bonne gouvernance 309
Tableau 26 : ROA moyen par catégorie d'index de gouvernance 310
Tableau 27 : ROA moyen pour les firmes touchées ou non par de l'activisme 310
Tableau 28 : ROA moyen par niveau d'intensité de l'activisme 311
Tableau 29 : ROA moyen pour les firmes patrimoniales 311
Tableau 30 : ROA moyen pour les firmes familiales sur l'ensemble de la période 312
Tableau 31 : ROA moyen pour les firmes managériales sur l'ensemble de la période 312
Tableau 32 : ROA moyen pour les firmes contrôlées par au moins cinq actionnaires 312
Tableau 33 : ROA moyen pour les firmes dont le capital public est supérieur à 50% 313
Tableau 34 : ROE moyen par année 314
Tableau 35 : ROE par nombre de critères de bonne gouvernance 315
Tableau 36 : ROE moyen par nombre de critères de bonne gouvernance suivis 315
Tableau 37 : ROA moyen pour les firmes touchées ou non par de l'activisme 316
Tableau 38 : ROE moyen pour les firmes touchées ou non par de l'activisme 317
Tableau 39 : ROE moyen pour les firmes patrimoniales 317
Tableau 40 : ROE moyen pour les firmes familiales sur l'ensemble de la période 318
Tableau 41 : ROE moyen pour les firmes managériales sur l'ensemble de la période 318
Tableau 42 : ROE moyen pour les firmes contrôlées par au moins cinq actionnaires 318
Tableau 43 : ROE moyen pour les firmes dont le capital public est supérieur à 50% 319
Figure 6 : Evènements d'activisme par index de gouvernance 320
Tableau 44 : Activisme par index de performance 320
Figure 7 : Activisme par index de gouvernance et de performance 322
Tableau 45 : Relation de l'activisme avec les index de gouvernance et de performance 322
Tableau 46: Synthèse des résultats de la régression logistique univariée .328

TABLE DES ANNEXES

Annexe 1 : Tests non paramétriques de corrélation de Spearman's rho sur les critères de gouvernance 355
Annexe 2 : Analyse de l'échantillon des firmes ayant subies de l'activisme 356
Annexe 3 : Analyse de l'échantillon des firmes ne subissant pas d'activisme 357
Annexe 4 : Données des sociétés ayant subies de l'activisme entre 2001 et 2004 358
Annexe 5 : Fréquences des critères de durée des mandats d'administrateur (Mand), d'indépendance des administrateurs (ind), de taille du conseil d'administration (csl) et de taux d'indépendance des conseils d'administration (Tind) 363
Annexe 6 a : Fréquences sur le type de contrôle de la structure de propriété 372
Annexe 6 b : Fréquences par index de gouvernance et par nombre de critères 372
Annexe 6 bis : Fréquences de la nature du contrôle 373
Annexe 7 : Fréquences des critères de gouvernance 374
Annexe 8 : Fréquences des critères d'activisme 380
Annexe 9 : Tests non paramétriques de corrélation de Spearman's rho des critères d'activisme 382
Annexe 10 : Tests de comparaison de moyennes de la performance mesurée en terme de ROA 383
Annexe 11 : Tests de comparaison de moyennes de la performance mesurée en terme de ROE 385
Annexe 12 : Modèle de régressions univariés 387
Annexe 13 : Modèle de régressions multivariés 400
Annexe 14 : Test d'adéquation du modèle de Hosmer et Lemeshow 402

Introduction

Début 2007, personne n'avait prévu qu'ABN Amro, un pilier de la place néerlandaise et un des plus grands noms de la finance européenne, soit démantelé en quelques mois sous l'impulsion d'un hedge fund britannique, détenteur de seulement 2 % des actions. Jusqu'alors TCI (The Children's Investment Fund Management) avait mené des campagnes victorieuses mais en s'attaquant à des cibles plus modestes comme Deutsche Börse et Euronext.

Ces dernières années ont aussi confirmé qu'à une participation en hausse s'est couplée une contestation plus élevée. Selon InvestorSight[1], 14 résolutions ont été rejetées dans le CAC 40 en 2007 et 35 fortement contestées dans 19 sociétés. En même temps, 34 % des entreprises indiquent avoir réuni plus de 1.000 actionnaires en assemblée générale. Elles n'étaient que 19 % en 2003. L'assemblée générale d'Atos Origin a approuvé la nomination de deux représentants de fonds activistes[2] à son conseil d'administration. Un évènement majeur, issu de mois de conflits, alors que ces actionnaires s'abstenaient jusque-là de participer aux organes de direction des groupes dans lesquels ils investissaient.

Les exemples d'activisme actionnarial ne manquent pas à travers le monde. A ce phénomène, la France n'échappe pas. Cette année, ses spécialistes ont aussi été à l'oeuvre chez Valeo. Dans le passé, c'est Strafor Facom, Société du Louvre, Rhodia, Sidel ou encore Vivendi qui ont été concernés. Au fil du temps, les reproches adressés par les financiers aux directions n'ont pas changé : ils tournent autour de leur passivité et des sous-performances des sociétés qu'ils dirigent. Depuis environ trois ans, une nouvelle génération d'investisseurs occupe le créneau. Les plus médiatiques ont pour nom Centaurus, Pardus, Knight Vinke, Boussard & Gavaudan, Atticus ou TCI. Ils ont pris le relais de raiders, tels que Guy Wyser-Pratte, Asher

---

1 InvestorSight est une entreprise d'analyse et de recherche opérationnelle sur les attentes et le comportement des investisseurs. Voir « Suivi des AG 2008: les sujets sensibles » dans **http://investorsight.com/doc/fr/Suivi_des_AG_2008_3006.pdf**

2 Dans le dossier Atos Origin, en ordre dispersé. Colette Neuville, en marge de la présidence de l'Adam, s'est rangée aux côtés de Pardus et Centaurus. Didier Cornardeau, président de l'Association des petits porteurs actifs (Appac), a décidé quant à lui d'épauler Philippe Germond, le président de la SSII, qui observe : « Les fonds ne raisonnent pas dans l'intérêt social. Ils ne recherchent que la plus-value et les dividendes à court terme. Nous, la croissance. » Deminor a également rejoint le camp d'Atos Origin.

Edelmann ou encore feu Hugues de Lasteyrie. Il existerait environ 150 fonds activistes, soit environ 5 % de la population des fonds. Et leur nombre ne cesse de croître. Les gérants français sont en revanche en retrait. Ils continuent de voter avec les pieds et préfèrent vendre leurs titres en cas de désaccord. La loi les contraint pourtant à déposer leur bulletin dans l'urne. Mais, à cause du temps passé à jongler avec leurs lignes, ils recourent à l'assistance de prestataires spécialisés. Le français Proxinvest et l'américain RiskMetrics (ex-ISS, Institutional Shareholder Services), entre autres, épluchent pour eux les résolutions proposées aux AG, étudient leur impact et émettent des recommandations de vote. Leur organisation professionnelle est l'Association française de la gestion financière (AFG).

« Finalement, il peut être plus rentable d'investir dans des sociétés moins bien gérées », fait remarquer Colette Neuville, présidente de l'Association de défense des actionnaires minoritaires (Adam). Il suffit d'agir sur la gouvernance des groupes cotés, c'est-à-dire d'améliorer l'efficacité et la représentativité d'un conseil d'administration et de rétablir l'égalité des droits pour les actionnaires.

L'objet de cette recherche diffère des travaux antérieurs sur l'activisme actionnarial principalement sur le fait qu'elle se focalise sur son influence sur le suivi des règles de bonne gouvernance par les sociétés ciblées. Aux Etats-Unis, la problématique était jusqu'à présent surtout axée autour de l'existence d'une relation entre l'activisme actionnarial et les performances boursières. En France, les études[3] se focalisaient plus sur la nature de l'activisme et sur les succès des revendications des actionnaires contestataires. L'absence d'un régime de fonds de pension en France et le caractère plus concentré du capital ne pouvait engendrer le même type de travaux sur l'activisme. Mais il n'en reste pas moins que nous sommes en économie ouverte. Les sociétés françaises, comme l'a prouvé la fusion entre Arcelor et Mittal, sont aussi des cibles pour des investisseurs étrangers. Afin de se protéger d'offre publique hostile, les entreprises ont intérêts à afficher un comportement irréprochable envers leurs actionnaires. Si une firme traverse une période difficile, l'existence d'une bonne gouvernance peut être le seul moyen pour l'équipe dirigeante de garder la confiance de ses actionnaires. Sinon, elle garantit à ces derniers la possibilité d'engager des changements sans l'opposition des dirigeants. La mise en place des

[3] Cf. Voir les travaux de Le Maux (2003) et Girard (2002)

critères de bonne gouvernance doit permettre de favoriser l'exercice des pouvoirs inhérents à la détention d'un titre de propriété sur le capital d'une société. L'apport original de ce travail est d'aborder les actionnaires minoritaires comme un contre pouvoir. Même les fonds d'investissement peuvent être amenés à dépasser leur caractère de simple gestionnaire de portefeuille et à exercer effectivement les droits de vote liés à la détention de titres lorsqu'ils y trouvent leurs intérêts. Surtout depuis que le législateur les oblige à rendre public leur politique de vote auprès de leurs investisseurs. L'évolution législative a fortement augmenté le pouvoir des actionnaires. Ce qui était une mesure de rééquilibrage des pouvoirs pour la défense de ces derniers peut devenir un outil de pression sur la direction des entreprises. Anabtawi et Stout (2008) émettent l'idée qu'il faudrait appliquer aux actionnaires le fameux principe de « *duty of loyalty* » jusque là réservé aux dirigeants et aux administrateurs. Ils soulignent que les droits des actionnaires n'avaient jamais été aussi importants du point de vue législatif mais aussi grâce au contexte économique. Les actionnaires activistes sont comme les dirigeants soumis à des conflits d'intérêts. Les résultats de leurs actions peuvent se faire au détriment des autres actionnaires voir même de la firme. Même si leur article est avant tout basé sur le contexte américain, l'Europe a récemment connu des opérations similaires.

Le pouvoir des actionnaires résulte normalement de leur capacité à décider de leur propre sort. L'activisme actionnarial a pour objectif principal d'accroître la performance financière d'une firme et/ou de réformer la structure de sa gouvernance, par le biais de la menace ou de la présentation effective d'une résolution soumise à l'assemblée générale des actionnaires ou par des actions directes d'influence moins procédurale. La littérature a expliqué l'émergence de l'activisme de plusieurs manières, l'internationalisation et le poids grandissant des investisseurs institutionnels, le manque de diversification de ces fonds[4], le développement des protections anti-OPA et la baisse du marché de la prise de contrôle[5]. Certains agents économiques se sont spécialisés dans ce créneau comme des avocats, des associations d'actionnaires ou de gestionnaires et des cabinets de conseil.

---

[4] D'après Monk, R.A.G. et Minow, N., 1991, Power and Accountability, *Dunmore, PA: HarperCollins* p.292.
[5] D'après Pound, J., 1992, Raiders, targets, and politics: The history and future of American corporate control, *Journal of Applied Corporate Finance* 5, p.6-18. Et d'après Black, B.S., 1992, Agents watching agents: The promise of institutional investor voice, *UCLA Law Review* 39, p.811-893.

La question centrale est la réalité et la consistance du rôle des actionnaires minoritaires comme contre pouvoir crédible. L'activité de sollicitation des votes au travers de batailles de procuration peut répliquer le système de gouvernance basé sur la détention de blocs de contrôle en tant que substitut des autres mécanismes de contrôle et de surveillance. D'après Romano (2001), le pourcentage de vote est un excellent instrument de mesures de la valeur d'une résolution. Le rassemblement des procurations peut avoir plusieurs objectifs comme l'exercice du droit par l'atteinte de seuil, la demande de réparation de préjudices ou de conflits d'intérêts et/ou le partage du coût d'une action. Hirschman (1970) avait résumé la stratégie des actionnaires en trois mots : « *exit, voice and loyalty* ». En d'autres termes, les actionnaires ont le choix entre vendre, s'exprimer et garder. Cependant, dans le cas d'une OPA où la décision semble simple entre les deux stratégies, les actionnaires peuvent rencontrer deux obstacles. Le manque de transparence de l'OPA peut empêcher la vente à cause d'un risque de sous-évaluation. A l'inverse, la stratégie consistant à conserver les actions comporte un risque d'illiquidité future. Ces deux exemples ont pour racines deux obstacles que peuvent rencontrer la coalition dissidente : l'asymétrie de l'information entre « *insiders et outsiders* » pour reprendre la distinction de Jensen et Meckling (1976), ainsi que la stratégie d'enracinement des dirigeants.

Il faut attendre le développement de la finance organisationnelle et de la réflexion sur la gouvernance d'entreprise pour qu'il y ait une prise en compte du droit (des sociétés). L'apport fondamental en la matière est celui de Hart. O. (1995) repris par La Porta et ali (1997, 1998) qui élargissent l'origine de la détention des actifs financiers non plus seulement pour leurs droits aux cash flows (conception traditionnelle de Miller et Modigliani, 1958) mais aussi surtout pour leurs droits de contrôle (Hirigoyen, 2002).

L'intérêt de cette recherche est double, au niveau théorique elle permettra de comprendre les liens entre la structure de gouvernance et l'activisme, et au niveau pratique, elle permettra d'appréhender l'activisme sous toutes ces formes et de mettre en lumière la pertinence des codes et principes de bonne gouvernance.

Intérêts théoriques de la thèse

Théoriquement, la présence d'un actionnaire de référence est plus à même de surveiller et de contrôler les dirigeants. Dès lors que le problème de passager clandestin se trouve réglé au sein d'une firme à capital diffus. Mais qu'en est-il réellement pour l'actionnaire minoritaire, le remède ne serait-il pas pire que le mal ? L'actionnaire de contrôle doit se dédommager des coûts d'agence qu'il est amené à supporter. Car les règles régissant les relations entre actionnaire de contrôle et actionnaires minoritaires se tiennent à l'intersection de deux facettes du problème de la relation d'agence au sein des grandes firmes à capitaux ouverts. D'un côté, le problème est la relation ordinaire de principal-agent qui provient de la séparation entre propriété et contrôle. La présence d'un actionnaire important peut être un substitut à la discipline des marchés pour maximiser la richesse des actionnaires. D'un autre côté, un problème d'agence émerge entre actionnaire de contrôle et actionnaires minoritaires qui produit un risque de bénéfice privé de contrôle[6]. Il y a cependant un point de tangence entre les deux aspects. Car il y a des coûts associés à la détention d'un bloc de contrôle et avec l'exercice de la fonction de surveillance, certains bénéfices privés de contrôle sont peut-être nécessaires pour pousser une partie à jouer ce rôle. Ainsi, du point de vue d'un actionnaire, il existe un arbitrage entre les deux extrémités de la relation d'agence.

La présence d'un actionnaire de contrôle réduit le problème d'agence lié au mandat donné aux dirigeants, mais ceci au coût d'une ponction sur la richesse due au bénéfice privé de contrôle. Les actionnaires minoritaires pourront préférer la présence d'un actionnaire de contrôle aussi longtemps que la réduction des coûts d'agence liée aux managements est supérieure aux coûts de prélèvements des bénéfices privés de contrôle[7].

Les termes de l'arbitrage dépendent de la configuration de la doctrine juridique qui décrit les obligations fiduciaires imparties à l'actionnaire de contrôle. L'actionnaire de contrôle peut extraire des bénéfices privés de contrôle parmi une de ces trois manières : en ponctionnant un

[6] Un bénéfice privé de contrôle est un bénéfice dont l'actionnaire de contrôle ne partage pas les avantages avec les autres actionnaires minoritaires de la firme.
[7] Gilson R.J. et Black B.S., 1995, The Law and Finance of Corporate Acquisitions 1229-31, 2d ed.

montant disproportionné des revenus de la firme ; en expropriant les minoritaires ; ou en vendant le contrôle lors d'une OPA.

Imaginons que l'actionnaire de contrôle puisse s'octroyer des bénéfices des revenus opérationnels. Par exemple, il peut prendre à son compte une part significative des profits lors d'un arrangement sur le partage des coûts de fonctionnement qui le surpaye par rapport aux autres actionnaires en raison de la fourniture de prestations de services centraux par rapport à son statut. Alternativement, il peut extraire du bénéfice par le biais du « *tunneling* »[8], c'est-à-dire au travers de ses accords contractuels avec la firme, comme les prix de transferts entre filiales qui favorisent les affaires particulières de l'actionnaire de contrôle. Dans chaque cas, il s'assure une survaleur du fait de sa position, survaleur qui n'est pas obtenue par les actionnaires minoritaires.
En retour, il peut extraire la même valeur du contrôle en la revendant au prix d'une action ordinaire accompagnée d'une prime. L'existence d'un flux continu de bénéfices privés augmente la valeur des actions provenant des actionnaires de contrôle par rapport à des actions ordinaires équivalente à la valeur actualisée des bénéfices privés de contrôle futurs. La vente du contrôle capitalise simplement le cash-flow associé aux bénéfices privés de contrôle.

Dans une vision générale de la gouvernance d'entreprise, la séparation de la propriété et du contrôle est nécessaire et a des effets bénéfiques quand la distribution de la richesse et la distribution des compétences managériales ne coïncident pas. La différence entre l'allocation des capacités managériales et l'accumulation de capital rend nécessaire à ce stade la séparation entre propriété et contrôle lorsque le potentiel de croissance d'une entreprise dépasse ses capacités de financement et celles de ses fondateurs. Désormais, lorsqu'il y a séparation, un arbitrage est possible. Il y a des coûts associés aux contrôles sans limites des dirigeants qui diminuent lorsque les investisseurs sont plus regardants. Trop de surveillance directe peut réduire les efforts à long terme des dirigeants, tandis que trop peu de mécanismes de surveillance peuvent accroître le coût du capital. Les règles de gouvernance édictées par la littérature comme par les praticiens sont émises afin de trouver le point d'équilibre optimal dans cet arbitrage au coût le plus faible.

---

[8] « Tunneling », d'après Simon et ali (2000), il s'agit du transfert des ressources d'une entreprise vers l'actionnaire de contrôle (qui est généralement dans ces cas là le dirigeant), leur définition ne couvre pas les autres problèmes de relation d'agence tels qu'un management incompétent, le placement de proches au sein de l'exécutif, l'excès ou l'insuffisance de l'investissement, ou la résistance à des OPA qui ferait croître la valeur de la firme.

Depuis plusieurs décennies aujourd'hui, la diffusion de l'économie de marché hors des frontières des seules économies développées a ravivé l'idée d'une convergence naturelle des formes organisationnelles vers un modèle unique. Les grandes institutions financières internationales ont établi depuis longtemps des critères qui conditionnent leurs aides aux pays émergents qui souhaitent rejoindre le modèle libéral. Les chercheurs de ces mêmes institutions se sont alors demandés quelles étaient les conditions requises à l'émergence d'une économie de marché. Les pays émergents ont avant tout besoin d'un afflux de capitaux pour leur développement. Mais les prêteurs réclament des garanties et un cadre organisé d'échange, qui est personnifié par le marché. C'est pourquoi le développement d'un environnement favorable aux investissements est un pré requis théorique à l'émergence de la forme organisationnelle la plus performante, la firme capitalistique. Pourtant, cette théorie qui explique pourquoi les pays en transition ou en développement connaissent des difficultés à récolter les fruits de la mondialisation échoue à expliquer ses propres contradictions dans les pays dit développés, c'est-à-dire, principalement dans les pays occidentaux. Un article de Roe (2002) s'interroge sur l'absence de séparation entre le contrôle et la propriété dans de nombreux pays développés alors que la structure légale requise au respect des règles de bonne gouvernance est bien appliquée. Il se demande pourquoi même en présence d'une protection des actionnaires, elle n'a pas lieu.

La littérature a exploré les déviances liées à la séparation de la propriété du contrôle, elle a aussi mis en évidence les problèmes liés à l'inverse à la concentration du capital en étudiant les blocs de contrôle. La prise en compte des régimes de protection des investisseurs était un facteur important de développement des marchés financiers mais bien que les conclusions soient généralement en faveur des régimes anglo-saxons de « *Common Law* », il reste que les scandales financiers n'ont épargné aucun système et que les prescriptions en matière de gouvernance semblent se baser sur le même modèle de gouvernance faisant dire à certains auteurs qu'il y a une convergence des modèles.

Des études ont cherché à démontrer l'existence d'une relation positive entre activisme actionnarial et performances boursières[9]. Ceci avec des résultats mitigés en ignorant la capacité de regroupement des actionnaires minoritaires. La plupart de ces études se focalisaient principalement sur l'activisme des investisseurs institutionnels qui avaient théoriquement une capacité supérieure aux autres types d'actionnaires à s'affranchir des entraves liés à leur condition de minoritaire. Une des caractéristiques des marchés de capitaux et du financement des entreprises influant sur les mécanismes de gouvernance réside dans le renforcement du rôle des investisseurs institutionnels. Ces acteurs sont théoriquement à la fois producteur et demandeur d'informations et de transparence. Leur rôle de surveillance a été mis en avant par de nombreux observateurs. Ces fonds gèrent des portefeuilles pour des clients qui en attendent un rendement, soit garanti soit variable. La recherche de la performance boursière devrait les amener soit à choisir les entreprises les mieux gouverner soit les obliger à adopter les bonnes pratiques.

Les grandes sociétés cotées sont par leur caractère multinational plus perméable à l'influence des fonds de pension. Mais dans le cas où leurs participations sont faibles, les investisseurs institutionnels peuvent rencontrer les mêmes problèmes que les autres catégories d'actionnaire minoritaire. Il n'est pas rare qu'ils fassent appels aux mêmes cabinets ou association de défense que les petits actionnaires (Déminor et ADAM).

Dans un article, Bebchuck et ali (2004) cherchent la relation entre mauvaise gouvernance et valeur de la firme, basés sur une série de 24 critères de mauvaises gouvernances permettant l'enracinement des dirigeants émis par l'IRRC (Investor Responsability Research Center). Ils testent la corrélation entre un index d'enracinement ramené à 6 critères et la valeur de la firme ainsi que le rendement des actions. Dans la plupart des études proches, tous les critères retenus ont la même pondération mais certains critères n'ont peut être aucune influence et pourraient même être bénéfiques pour les actionnaires. Cette étude contredit la tendance actuelle des cabinets de conseil aux actionnaires qui établissent des index de plus en plus détaillées entre 61 et 600 critères. Les auteurs concluent que la qualité de la gouvernance serait mieux mesurée par des

[9] Voir Tab.9 Synthèse des résultats empiriques sur l'activisme des actionnaires minoritaires, dans Le Maux J., L'activisme : une protection active des actionnaires minoritaires, 2003, CREFIB, Sorbonensia oeconomica.

index plus restreints, car trop de pression sur le suivi d'un trop grand nombre de critères peut être contreproductif.

Les études centrées sur le comportement des investisseurs institutionnels ne correspondent pas à des structures de propriété concentrées. Avec la présence d'un actionnaire de contrôle, l'activité de lobbying des fonds est inefficiente. Les politiques de vote des gestionnaires de fonds sont plus ou moins formatées à cause du trop grand nombre d'entreprises à suivre. Pourtant, les principes de bonne gouvernance se diffusent petit à petit dans les grandes firmes que ce soit en France ou aux Etats-Unis. Un actionnaire minoritaire a en général un objectif de placement avec un horizon temporel plus ou moins long en fonction de sa nature et de sa stratégie propre. De même, les firmes souhaitent plutôt avoir un actionnariat stable et voit généralement les fonds spéculatifs d'un mauvais œil.

L'activisme pour les actionnaires minoritaires n'est pas un acte naturel, il se fait en réaction d'un évènement ou d'une situation que ce soit une mauvaise performance de la firme, une opération inéquitable pour les actionnaires, une trahison du projet boursier ou même la découverte d'un manquement à l'éthique (dans le cas de fonds socialement responsable). Cette étude cherche à identifier les causes endogènes de l'activisme au travers de la structure de gouvernance des firmes ciblées.

Cette inversion de la logique de la recherche sur l'activisme va à l'encontre de toutes les études précédentes dans le sens où la performance devient une variable explicative et non plus expliquée. Une critique possible pourrait être faite à l'intérêt de l'activisme en dehors de l'objectif d'une meilleure valorisation boursière. Mais, le traitement équitable des actionnaires est aussi un élément central de l'activisme. Dans les opérations de restructurations des firmes, les actionnaires ne sont pas en position de négocier grand chose en dehors du prix de sortie. Ils attendent surtout de ne pas être plus mal traités que l'actionnaire majoritaire qui détient des droits de contrôle négociables. De même, le respect des règles de bonne gouvernance est un signal aux actionnaires. Revendre les actions en cas de mécontentements n'est possible que si la perte est supportable par l'actionnaire et si la liquidité et la profondeur du marché sont assez importantes pour absorber les titres.

Les crises qui jalonnent le capitalisme font à chaque fois rejaillir les défauts et les contradictions du système. Mais en même temps, la longévité du système capitaliste sur tous les autres systèmes d'organisation de l'échange marchand prouve aussi son incroyable capacité d'adaptation. Théoriquement, la mondialisation des marchés et des économies rend nos économies vulnérables à une crise systémique. Le maintien de cette capacité d'adaptation est un enjeu primordial des économies développées. Les entreprises et les pays doivent rester compétitifs et les pouvoirs publics ont une grande responsabilité dans l'instauration d'un dispositif réglementaire opérationnel suffisamment flexible pour permettre aux marchés de fonctionner efficacement et de répondre à l'évolution des attentes.

Intérêts pratiques de la thèse

Les débats sur le gouvernement d'entreprise sont souvent l'écho de faillites médiatiques. Au Royaume-Uni, l'effondrement du Maxwell publishing group à la fin des années 80 a débouché sur le code Cadbury[10] de 1992. En France, les affaires du Crédit Lyonnais et de Vivendi sont à l'origine de nombreux rapports sur le gouvernement d'entreprise qui ont finalement aboutit à une refonte de la législation du droit des sociétés (loi NRE 2001 et loi de Sécurité Financière 2003). Aux Etats-Unis, les cas de Enron, WorldCom et GlobalCrossing ont déclenché un vaste débat et des modifications de la législation avec la loi Sarbannes-Oxley. De même, les défaillances de nombreuses institutions financières et conglomérats au Japon et en Corée sont aussi imputables en partie à leurs mécanismes de gouvernance autant qu'au contexte macroéconomique. L'absence de contre pouvoirs et le manque de transparence ont permis à un système gangrené d'accumuler des pertes colossales pendant des années jusqu'au point de non retour.

Dans la philosophie de l'économie libérale, le processus néo-darwiniste de sélection du marché implique la disparition des projets et des entreprises les moins viables au profit des

[10] A l'origine, le rapport Cadbury n'avait pas été destiné à répondre à ces scandales financiers, mais les affaires de la BCCI et de Maxwell ont donné plus d'échos au rapport lors de sa publication. De nombreux autres rapports ont suivi en Grande-Bretagne où la gouvernance est un thème central avec le Greenbury Committee Report (1997) sur les rémunérations des dirigeants, le Hampel Report (1997) sur le rôle des dirigeants, des actionnaires et des auditeurs, le Higgs Report (2003) sur les administrateurs non exécutifs, et le Myners Report (2004) sur l'activisme des investisseurs institutionnels.

meilleurs. Leur analyse fait ressortir plusieurs caractéristiques. Certaines entreprises reposaient à la base sur de mauvais projets et par conséquent de mauvaises décisions de gestion s'en sont suivies. D'autres entreprises n'ont tout simplement plus d'objet d'être, ainsi d'un point de vue macroéconomique elles sont appelées à disparaître. Par conséquent, la problématique repose sur l'efficacité du processus de sortie au niveau des régimes de faillites et de protection des ayants droits, mais ceci est un autre débat. En même temps, les mécanismes de gouvernement d'entreprise ont aussi une influence dans la mesure où la prise de décision en amont aurait pu permettre de changer de projet d'entreprise. Comme l'ont fait certaines entreprises d'après-guerre passant, par exemple, de l'automobile aux imprimantes. Il y a souvent de nombreuses faillites après les périodes de croissances boursières. Lorsque les fonds sont nombreux, des projets moins productifs sont parfois amenés à être retenus car l'actualisation des cash flows anticipés se fait sur des hypothèses trop optimistes. Une fois retombée, ceci parfois brutalement par l'éclatement de la bulle, les projets ne reposant pas sur des bases solides disparaissent. L'éclatement correspondant d'une bulle favorise le rétablissement de mécanismes d'incitation convenables et l'imposition d'une discipline plus stricte aux émetteurs, aux investisseurs et aux vérificateurs.

Les faillites liées aux tromperies ou aux dissimulations volontaires d'informations par les dirigeants ou les deux ne sont pas toujours imputables aux faiblesses des mécanismes de gouvernance puisqu'elles étaient déjà illégales devant la loi. Leurs instigateurs étaient sciemment conscients de leurs mauvais comportements et bénéficiaient même dans certains cas de la complicité de ceux qui étaient censés les contrôler comme dans le cas d'Enron et du cabinet Andersen. Mais, il y a quand même eu ici un dysfonctionnement du système de contrôle puisque le risque de conflit d'intérêts entre les activités de conseils et d'audit des vérificateurs n'ont pas su être détecté ex-ante. Les activités douteuses ne reflètent pas nécessairement des faiblesses au niveau du gouvernement d'entreprise nécessitant une intervention des pouvoirs publics. Mais l'expérience permet de mettre en évidence l'importance des mécanismes d'incitation dans tout système de gouvernement d'entreprise.

En l'absence d'un système d'incitation financière adéquat et d'un système de surveillance efficient, les dirigeants ne prendront pas uniquement les décisions qui maximiseront la valeur de la firme mais tiendront compte de leurs propres satisfactions au dépend de la firme qu'ils

dirigent. Il est communément accepté aujourd'hui que les stocks options, sont un système d'incitation au mieux inefficient et au pire créateur de nouveaux conflits d'intérêts. Ce système est inefficient s'il n'est pas connecté à une mesure réelle de la performance par rapport à un benchmark tel qu'un indice sectoriel de marché. Les dirigeants de la firme bénéficiaires du régime de stock options sont tentés de manipuler les cours des actions pour exercer leurs options au plus haut du prix. Le conflit d'intérêt est encore plus élevé lorsque les dirigeants empruntent à l'entreprise pour payer leurs propres stocks options. Cette autorisation d'emprunt devrait normalement être sujette à l'approbation du conseil d'administration.

Les conseils d'administration tels qu'ils sont actuellement ne répondent pas aux fonctions de contrôle qu'ils leur aient incombé. Le thème de l'indépendance a pour l'instant donné des résultats empiriques assez décevants. Mais toutes les prescriptions en matière de bonne gouvernance vont vers une augmentation du nombre d'administrateurs indépendants dans les conseils et d'un resserrement de la définition des critères d'indépendance. Dans le système actuel de représentation, les actionnaires minoritaires n'ont généralement pas de représentants au conseil d'administration. Seule l'indépendance des administrateurs peut permettre théoriquement une bonne représentation de leurs intérêts dans le sens où ils ne sont pas assujettis aux risques de conflit d'intérêt. Les défaillances des conseils d'administration ont amené les chercheurs à explorer d'autres mécanismes disciplinaires.

Dans les firmes à capitaux ouvert, le caractère opéable de l'entreprise la rend sujette à la discipline du marché et contraint les dirigeants à ne pas sous performer pour ne pas devenir la proie d'une autre équipe dirigeante plus performante. Mais l'existence de mesures anti-OPA atténue ce caractère disciplinaire et les prescriptions des tenants de la bonne gouvernance affirment qu'il est impératif de les enlever. Les études empiriques (Roll, 1986, Kaplan et Weisbach, 1992) ont démontré que les seuls bénéficiaires d'une OPA hostile sont les actionnaires de la cible et que les principaux perdants sont les actionnaires de l'acquérant et les dirigeants de la firme ciblée. De plus, certaines études ont aussi démontré que les pilules empoisonnées n'empêchaient pas réellement les OPA mais augmentaient le pouvoir de négociation de l'équipe dirigeante en place afin de s'octroyer des avantages. Aucune étude n'a réellement prouvé l'existence de création de valeur à la suite d'une OPA en générale. Finalement, il en ressort que

l'effet disciplinaire du risque d'une offre publique hostile sur les dirigeants est assez faible dans l'ensemble.

Un autre mécanisme de contrôle censé discipliner les dirigeants est la présence d'un grand actionnaire. Bien que les premières études de gouvernance se soient focalisées sur la firme à capital diffus qui semblait être l'aboutissement du modèle de la firme capitaliste, il reste encore dans le monde de nombreuses grandes sociétés où le capital est encore concentré entre un petit nombre d'actionnaires. Les altérations au principe « *d'une action, une voix* » par des clauses statuaires sur les droits de vote sont communément observées même s'il y a de grandes variations d'un pays à l'autre. L'existence de conflits d'intérêts se déplace de la relation actionnaires - dirigeants à la relation entre actionnaires majoritaires et actionnaires minoritaires. Les grands actionnaires détenant des blocs de contrôle utilisent leurs droits de contrôle à la fois pour discipliner les dirigeants mais aussi pour détourner des ressources à leurs fins propres. Dans les pays où le tunneling (ou l'évidage d'actifs) est bien encadré par la loi, l'existence d'actionnaire de contrôle peut avoir un effet positif sur la gouvernance grâce à la surveillance exercé sur la direction. Mais dans le cas contraire, la présence d'un actionnaire de contrôle pose de nombreux problèmes et c'est la question de la protection des actionnaires minoritaires qui devient primordiale.

Quant à l'intervention des actionnaires minoritaires, les études restent assez circonspectes sur le sujet. Premièrement, la nature et les ressources à la disposition du minoritaire sont des facteurs déterminants. L'activisme des investisseurs institutionnels a été largement étudié spécialement aux Etats-Unis et aux Royaume-Uni. Les résultats sont contradictoires et l'impact sur les cours n'a pas montré de rendements anormaux systématiquement supérieurs au marché. De plus, ces institutions sont elles-mêmes assujetties à des conflits d'intérêts et des problèmes d'agence internes. Deuxièmement, les données empiriques sur l'occurrence des batailles de procuration sont trop faibles pour avoir une fonction disciplinaire sur la direction. De même, la question de la portée des résolutions alternatives n'est pas encore clarifiée par les résultats empiriques et reste ambiguë.

Problématique et objectifs de la recherche

L'amélioration de la protection légale des actionnaires a émergé des constatations précédentes. La question de la relation entre la bonne protection et le développement des marchés financiers se pose, ainsi que le sens de la causalité si causalité il y a. D'une certaine manière, les activités de contrôle et de surveillance étaient déjà externalisées par la loi dans une certaine mesure avec l'obligation d'une certification des comptes par un cabinet d'audit. Cette obligation existe sous différentes formes dans les économies des marchés développées. Jusqu'à l'implication du cabinet Andersen et des quelques autres grands noms de Wall Street, il n'est jamais apparu aux yeux des observateurs les conflits d'intérêts liés à la double activité d'audits et de conseils. Les firmes d'audit sont payées par les entreprises qu'elles sont censées surveiller, et en plus d'un autre côté, elles doivent en faire la promotion auprès des investisseurs. Le fait que certains clients représentent une part non négligeable du chiffre d'affaires des cabinets d'audit est une forte incitation à retenir un jugement défavorable sur son client. Après la grande vague de fusions acquisitions dans les années 80, certains observateurs, au regard de la faiblesse de la création de valeur liée à l'opération, s'étaient demandés les raisons de l'initiation de l'opération. Il est apparu que les banques d'affaires étaient souvent à l'origine des recommandations et profitaient par le biais de leurs services de fusion acquisition d'énormes commissions pour leurs prestations dans le montage de l'opération. En Europe et aux Etats-Unis, l'autorégulation de ce secteur à laisser place à une législation renforcée dans ce domaine. La séparation entre activité d'audit et de conseil a été institutionnalisée dans les textes. En France, l'activité de commissaire aux comptes a été revue, cette réflexion a aboutit à la loi de Sécurité financière et à la loi Sarbanes-Oxley.

La diffusion des codes sur la gouvernance et leurs suivis est encore trop récente pour pouvoir en tirer des enseignements. Les études sur la gouvernance se sont souvent focalisées sur un mécanisme ou un critère en particulier avec plus ou moins de résultat. L'ensemble des critères de gouvernance présentés par les codes et les principes a été élaboré par différents organismes qu'ils soient du côté des actionnaires que des dirigeants. Même dans leur diversité, ils forment un corpus important et diffusé. Il est toujours délicat de parler d'une convergence vers un modèle

unique de gouvernance mais tous les observateurs sont d'accord sur la nécessité de mieux protéger les actionnaires minoritaires.

Le suivi des règles de bonne gouvernance est observé par le marché, et le principe de *« respecter ou de se justifier »* oblige les entreprises à un effort d'explications auxquelles certaines ne se sont toujours pas accommodées. La double nouveauté de la diffusion des principes de gouvernance et d'une refonte du droit des actionnaires permet de revoir le rôle de chaque acteur dans le système de gouvernance.

Autrement dit, les sociétés respectant les critères de bonnes gouvernances subissent-elles moins d'activisme des actionnaires minoritaires que celles qui ne les respectent pas ? La réflexion autour des principes de bonne gouvernance va permettre d'élaborer un ensemble de règles constituant le modèle actuel de bonne gouvernance qui sera mis à l'épreuve afin de voir quels sont les facteurs réels qui déterminent l'activisme actionnarial par rapport au système de gouvernance et à la structure de propriété sous contrainte d'un système légal donné.

L'étude empirique va porter sur la probabilité d'occurrence de l'activisme des actionnaires minoritaires, c'est-à-dire la création d'une contestation organisée à l'encontre d'une ou de plusieurs décisions adoptées par les dirigeants ou la coalition majoritaire. Dans une société au capital diffus, les dirigeants disposent d'une grande latitude d'actions à partir du moment où il n'existe pas d'actionnaire de référence et que le coût d'une action organisée est supérieur à la posture de passager clandestin. De même, la présence d'un actionnaire de contrôle rentre en conflit avec le traitement égalitaire de l'ensemble des actionnaires. D'une part, un détenteur de bloc dispose d'une prime à la revente de ces actions, la littérature est fournie sur ce sujet et les causes d'inégalités de traitement sont clairement définies. D'autre part, l'existence de bénéfices privés liés au contrôle (Cf. Le Maux 2003) qui ne sont pas partagés avec les actionnaires externes. Paquerot et Mtanios (1999) ont confirmé l'hypothèse de Demsetz (1983) concernant la neutralité de la structure de capital par rapport à la performance de la firme. L'existence d'une différence entre pourcentage de détention et pourcentage de droits de vote effectifs peut constituer un biais notable dans la prise en compte des variables. Ils concluent que la structure de capital n'est pas le seul élément de réponse que les actionnaires peuvent apporter pour optimiser la performance de la firme.

L'adoption des critères de bonne gouvernance est susceptible de freiner les comportements opportunistes des actionnaires de contrôle ainsi que des dirigeants. Il sont les suivants :

- Les dispositions statuaires relatives aux droits de vote unique, à la séparation en directoire et conseil de surveillance et la présence de comités spécialisés représentent l'institutionnalisation de contre pouvoirs au sein de l'entreprise.
- L'absence de certaines résolutions concernant les autorisations financières discrétionnaires est une garantie du caractère opéable de l'entreprise et de ce fait du contrôle effectif par le marché des dirigeants dans le sens de la maximisation de la richesse des actionnaires.
- Certaines dispositions relatives au gouvernement d'entreprise, telles que la composition du conseil d'administration, son degré d'indépendance, la durée du mandat des administrateurs sont des garanties pour les actionnaires minoritaires d'avoir leurs intérêts défendus. En tant que minoritaires, ils ne peuvent avoir de représentation au conseil, donc plus le conseil est indépendant et moins il y a de risques de conflit d'intérêt.

Ces critères de bonne gouvernance vont constituer la structure de gouvernance de l'entreprise. A ne pas confondre avec la structure de propriété qui permet de faire la distinction entre firmes contrôlées majoritairement, firmes contrôlées minoritairement et firmes non contrôlées. Ici, par structure de propriété, ce sont les droits de vote et non la part de capital qui sont pris en compte, puisqu'en France l'existence de droits de vote double fausse la notion de propriété et de contrôle.

La recherche porte sur le sens de la relation entre structure de gouvernance et structure de propriété et puis entre structure de gouvernance et activisme. Pour cela, plusieurs étapes sont nécessaires :

1ère étape :

Etablir des index de gouvernance et classer l'ensemble des variables de performances, d'activismes, de contrôle, de propriété afin de les rendre opérationnelles.

Comprendre la répartition des critères de gouvernance dans les firmes.

2ème étape :

Comparer les différences entre les modèles de gouvernance entre les firmes ayant suivies ou non de l'activisme. Analyse des réactions de la structure de gouvernance des sociétés de l'échantillon ayant subies de l'activisme.

3ème étape :

Etude de cas exploratoires de l'échantillon des firmes subissant de l'activisme au cours la période.

Démarche méthodologique et méthodologie

Cette recherche s'inscrit dans une démarche hypothético déductive avec une étape qualitative exploratoire pour l'identification des critères de gouvernance et des évènements d'activisme. Au départ, la recherche était axée sur l'existence d'un lien de causalité entre activisme et niveau de gouvernance. Il semblait logique de penser que les entreprises qui respectaient de nombreux critères de bonne gouvernance traitaient mieux leurs actionnaires minoritaires et par conséquent devaient subir moins de contestations et de mécontentements conduisant à de l'activisme de la part des actionnaires minoritaires. Comme pour les études axées sur la relation entre activisme actionnarial et performances, le lien de causalité est par hypothèse linéaire et négatif. En s'inspirant au départ d'une étude de Bebchuck et ali (2004) sur le lien entre éléments d'enracinement et performance, par la constitution d'un index d'enracinement et la valeur du Q de Tobin ajustée. Les auteurs ont constitué un index d'enracinement de 6 critères parmi 24 critères identifiés par l'IRRC (Investor Responsability Research Center), et recherche des corrélations entre critères et des corrélations entre performances et les différents index.

Pour cette recherche, le choix s'est porté sur la constitution d'un index de bonne gouvernance sur une échelle allant de 1 à 10 afin de trouver une corrélation entre le degré d'activisme et les différents niveaux de l'index de gouvernance. Le choix de ces 10 critères provient d'une démarche exploratoire qualitative basée à la fois sur la littérature mais aussi sur

des rapports sur la gouvernance produits par des praticiens basés sur des recherches empiriques. Quant à l'analyse des données de l'activisme après des tests préliminaires, les évènements caractérisants l'activisme actionnarial sont bien trop faibles pour être testés. Toutes les formes d'activisme sont prises en compte à partir du moment où elles ont pour objectif d'infléchir la politique de l'entreprise.

Les données sur la gouvernance sont tirées des rapports annuels et des documents de référence. Les événements de l'activisme sont extraits de la presse spécialisée mais aussi des ressources Internet mises à la disposition par différents organismes liés à la défense des minoritaires ou à la gestion collective. Une des contraintes de ces critères est qu'il n'existe pas de base de données préétablie. Et leur collecte est rendue difficile par les différentes formes de documents qui sont fournies par les entreprises. La mesure des critères ne peut être qu'une variable catégorielle, donc prenant 0 ou 1. Les méthodologies pour ce type de critères sont particulières, c'est pourquoi des tests non paramétriques sont mises en œuvre afin de déterminer l'existence de corrélation. Les critères de gouvernance ne peuvent pas s'additionner. C'est la raison pour laquelle il a été nécessaire de transformer les données brutes afin d'obtenir une échelle mesurable. En transformant les données brutes tirées des rapports annuels, il est possible d'additionner les variables. De plus, tous les individus étudiés, c'est-à-dire les sociétés de l'échantillon, ont la même échelle de bonne gouvernance. Il y a homogénéisation des variables et une quantification qui va rendre comparable des données qui ne l'étaient pas.

La transformation des données en variables binaires permet de traiter des variables quantitatives et qualitatives. Les comparaisons sont alors possibles en dépit d'un léger affaiblissement de l'information traitée. Cette codification permet d'obtenir un index qui mesure le degré de respect des règles de bonne gouvernance. La note de 10 étant la note maximale au niveau de la structure de gouvernance.

Il est possible de rassembler les mauvaises pratiques sous différentes catégories :

1. Les dispositions statuaires
2. Les autorisations financières
3. Gouvernance d'entreprise

Les dispositions statuaires			Les autorisations financières		Gouvernance d'entreprise		
Création ou allongement de droit de vote double	Création ou prolongation de régime de gouvernance affaiblie	Absence des trois comités spécialisés (audit, rémunération, nomination)	Maintien des autorisations d'augmentation de capital en période d'offre publique	Autorisations d'augmentation de capital par émissions d'actions, d'obligations convertibles, ou de bons de souscription sans DPS ou sans délai de priorité	Durée des mandats des administrateurs > 4ans Taux d'indépendance des conseils Taille des conseils d'administration	Existence de conventions réglementées au bénéfice de membres de la direction et/ou de sociétés actionnaires	Absence d'un document de référence standardisé
Mise en perspective de ces variables avec la structure de propriété							
Firme contrôlée par moins de 5 actionnaires				Actionnariat public > 50%			

La recherche va porter sur les sociétés cotées sur le SBF 120 dont les informations sont disponibles publiquement. Le SBF 120 est constitué des sociétés du CAC 40 et des 80 premières entreprises du Premier marché, donc a priori à des sociétés faisant largement appels à l'épargne public. Pour une étude approfondie et suivie sur la gouvernance des sociétés françaises cotées, il faut se baser sur la population récurrente du SBF 120 sur les quatre exercices consécutifs (2001, 2002, 2003, 2004) afin de vérifier les réactions des entreprises aux prises de position des leurs actionnaires minoritaires. Le choix de commencer l'étude en 2001 est dû à l'instauration de la loi NRE qui introduit des nouveautés en matière de gouvernance, mais aussi le manque d'informations en matière de structure de gouvernance est important avant cette année là.

Entre 2001 et 2004, il reste après triage 71 sociétés récurrentes au SBF 120. L'étude de ces sociétés va permettre d'obtenir un profil de la structure de gouvernance des grandes entreprises cotées. Dans son étude sur l'ampleur des bénéfices privés, Le Maux qui utilise lui aussi le SBF 120 ne parvient à obtenir que 58 sociétés pour son échantillon final. Cependant il faut noter que la période étudiée, 1998 à 2000, est moins bien fournie en informations électroniques, les sites Internet et les rapports en ligne étant moins développés. Comme, il le souligne dans son article : « *l'absence de transparence d'un grand nombre de sociétés laisse penser que les informations non fournies ne peuvent être favorables, en termes de réputation, à la coalition de contrôle en place* ». Aujourd'hui encore, l'indisponibilité de l'information, qui ne

joue pas en la faveur des sociétés concernées, ne doit pas être totalement fortuite. Ceci démontre à quel point malgré une législation plus contraignante en matière de transparence, les règles de bonne gouvernance sont encore loin d'être respectées (document de référence standardisé)

Le plan en deux parties est composé d'une analyse théorique de la relation entre le respect des règles de gouvernance et l'activisme des actionnaires minoritaires. L'activisme actionnarial est un concept qu'il convient de définir à partir de la littérature existante. Un modèle de gouvernance semble émerger des revendications liées à ce phénomène avec le droit des actionnaires comme enjeu central de l'appel public à l'épargne. Par la suite une analyse empirique de la relation entre l'activisme des actionnaires minoritaires et la structure de gouvernance des firmes est mise en œuvre. Par le biais d'une recherche sur les évènements d'activisme et le recueil de données sur la gouvernance des firmes, les effets et les résultats seront présentés dans cette dernière partie.

SOMMAIRE

Introduction générale

Première partie : Analyse théorique de la relation entre respect des règles de gouvernance et activisme des actionnaires minoritaires

Chapitre 1 : Les déterminants de l'activisme des actionnaires minoritaires et leur influence sur la gouvernance de ces firmes

Section 1 : L'activisme actionnarial dans la littérature : description et analyse des déterminants

Section 2 : L'activisme actionnarial : réponse à une défaillance du système organisationnel de la firme

Chapitre 2 : L'élaboration d'un modèle de gouvernance autour de l'actionnaire minoritaire entre performance et protection

Section 1 : Le régime de droit comme facteur de développement d'un modèle de gouvernance

Section 2 : L'influence de l'environnement juridique et institutionnel sur le comportement des actionnaires minoritaires

Deuxième partie : Etude empirique de la relation entre l'activisme des actionnaires minoritaires et la structure de gouvernance

Chapitre 3 : Analyse des effets de l'activisme actionnarial par rapports aux critères de gouvernance retenus

Section 1 : Méthodologie de la recherche

Section 2 : Analyse détaillée de l'évolution des firmes ciblées durant la période d'analyse

Chapitre 4 : Analyse et descriptifs des résultats de l`activisme sur les firmes de l'échantillon

Section 1 : Les caractéristiques de l'exercice des droits de vote en France

Section 2 : Descriptif des résultats relatifs aux éléments de gouvernance retenue

Conclusion générale

Bibliographie

Partie 1 : Analyse théorique de la relation entre respect des règles de gouvernance et activisme des actionnaires minoritaires

En finance organisationnelle, les dimensions de la répartition des pouvoirs au sein d'organisation humaine complexe sont parfaitement illustrées par les problématiques rencontrées par les actionnaires minoritaires qui sont à la fois dépendant du système financier mais aussi du système juridique lié à leur investissement. Les questions de déviations de l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires ont depuis longtemps été spécifiées par de nombreux auteurs (Jensen et Meckling, 1976). Le cadre d'analyse est connu, les interactions sont formalisées et présent à l'esprit de l'ensemble des agents économiques. L'apport de la théorie juridique est venu le renforcer et a scellé une fois pour tout le caractère indissociable de ces deux aspects (Hirigoyen, 2002).

Beaucoup de thèmes gravitent autour des problématiques concernant les actionnaires minoritaires. Les législateurs ne s'y sont pas trompés dans la formalisation des différentes lois venues renforcées la protection des actionnaires minoritaires. Pratiquement tout le spectre des thèmes de la gouvernance d'entreprise est associé à cette protection. Cela va de la répartition des contre pouvoirs au sein des entreprises et de leur conseil d'administration, à la diffusion et à la transparence de l'information sur les marchés financiers censés fournir les données les plus pertinentes et les plus objectives aux investisseurs.

La littérature sur l'activisme actionnarial est importante du côté anglo-saxon. L'état d'avancement de la recherche est aussi le reflet des pratiques aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne. Le phénomène est plus récent en Europe où l'ouverture du capital des firmes est moins accentuée. Les caractéristiques de l'activisme sont différentes car les agents qui en sont à l'origine sont hétérogènes. La connaissance des objectifs mais aussi des moyens à la disposition des actionnaires permet de mieux cerner les facteurs clés de succès. Le pouvoir d'infléchir une décision pour les minoritaires résidents dans le nombre de voix qu'ils peuvent rassembler. Les contraintes liées à la coordination d'une action ont été abordées théoriquement avec *« le dilemme du prisonnier »* ou *« le passager clandestin »*. Les situations abordées sont une représentation des

choix offerts aux investisseurs. Le mécanisme du vote en assemblée générale est une parfaite illustration des biais liés à la prise de décisions. Mais des stratégies et des solutions existent. Elles peuvent passer par la définition de nouvelles règles. Le législateur a un rôle important dans l'élaboration d'un modèle de gouvernance. La protection est un facteur de développement des marchés boursiers. Sans confiance, il ne peut y avoir d'investissement. En France, les mécanismes de gouvernance ne sont pas imposés aux entreprises mais ils doivent justifier de leur refus de les appliquer, c'est le principe de *« respecter ou se justifier »*. L'actionnaire minoritaire bénéficie d'un réseau d'organisme et d'association qui peut l'aider à protéger ses intérêts. De nombreuses enquêtes sur la gouvernance des sociétés cotées françaises illustrent les avancés dans ce domaine. Les entreprises en ont consciences. Elles tiennent de plus en plus compte de ces recommandations mais il reste encore une grande marge de progression dans leurs respects. Ils existent encore de nombreuses protections dans les statuts des firmes qui peuvent déséquilibrer l'équité entre tous les propriétaires.

Dans cette première partie, le chapitre 1 cherche à montrer les déterminants de l'activisme des actionnaires minoritaires au travers d'une revue de littérature et d'une analyse des stratégies inhérentes aux rôles joués par les minoritaires en réponse aux défaillances du système organisationnelle de la firme. Le chapitre 2 montre les différents aspects de l'élaboration d'un modèle de gouvernance autour de l'actionnaire minoritaire entre recherche de la performance financière et la protection juridique. La gouvernance au sein des sociétés cotées est devenu un enjeu politique, mais à son tour l'environnement juridique et institutionnel influent sur le comportement des investisseurs nationaux et internationaux.

Chapitre 1 : Les déterminants de l'activisme des actionnaires minoritaires et leur influence sur la gouvernance des firmes

L'étude de l'activisme actionnarial et notamment celui des actionnaires minoritaires comporte de nombreux points de vue théoriques. Avant tout il convient de définir les caractéristiques de l'activisme ainsi que ses effets par rapport aux différents modes d'expression des actionnaires minoritaires. Et un des modes d'expression privilégiée des actionnaires est la détention d'un droit de vote assortie à la détention de son titre de propriété sur le capital de la société. La méthode du vote pour la prise de décision repose sur l'idée que chaque participant vote de manière responsable et selon sa conscience. L'idée sous-jacente est que du nombre sortira la meilleure décision. Mais, depuis longtemps les travaux sur les théories du jeu ont démontré les limites des présupposés rationnels dans l'achèvement d'une situation optimale pour l'ensemble des agents économiques. L'illustration la plus connue est le dilemme du prisonnier. Dans le cas des actionnaires minoritaires, la mise en place de votes stratégiques peut s'apparenter à ce type de problématique. Les stratégies de passager clandestin et la stratégie de rétention de vote sont des défaillances inhérentes au système de prise de décision par vote. Même du point de vue juridique, le législateur est lui-même tributaire des comportements déviants des agents dans la mise en place de stratégie de prévention ou de résolution des conflits.

L'activisme actionnarial est aussi une forme de réponse à la défaillance du système organisationnel de la firme. L'actionnaire minoritaire reste un cas particulier de la relation classique entre mandant et mandataire. Depuis longtemps, les théoriciens à la fois en droit qu'en économie ont cherché à résoudre la question de la déviance de l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires. La théorie de l'agence est sans conteste celle qui a le plus clairement formalisée ce lien au travers de la relation entre dirigeants et actionnaires. Pour les actionnaires, le conseil d'administration représente normalement le lieu de défense de leurs intérêts, mais une fois encore les conseils d'administration ne sont pas non plus exsangues de problèmes.

La place des actionnaires minoritaires remet en lumière des problématiques traditionnelles du droit, de l'économie et de la finance. Les actionnaires minoritaires peuvent-ils être considérés comme un contre-pouvoir crédible selon la théorie ? Une première section est consacrée à la

revue de littérature afin d'obtenir une description et une analyse des déterminants de l'activisme actionnarial. Une deuxième section aborde l'activisme des actionnaires minoritaires sous l'angle d'une défaillance du système organisationnelle de la firme qui a été depuis longtemps prise en compte par la recherche.

I- L'activisme actionnarial dans la littérature : description et analyse des déterminants

Appréhender le concept d'activisme demande de connaître les différentes définitions associées aux caractéristiques et aux objectifs poursuivis par les actionnaires qui en sont à l'origine. Il faut distinguer les effets à court terme et à long terme, ainsi que les biais résultant de la coordination des décisions.

1. Définition de l'activisme actionnarial

L'activisme actionnarial est toujours le fait d'actionnaires minoritaires. Quel que soit sa nature, le propre d'un minoritaire est de ne pas pouvoir imposer directement ses décisions. C'est pourquoi, il est par définition obligée de recourir à différentes formes d'activité d'influence ou de contestation lorsqu'il est en désaccord avec les décisions prises par les dirigeants ou l'actionnaire majoritaire d'une société. Cependant, il est possible de faire une distinction entre un activisme « *offensif* » (ex ante) et un activisme « *défensif* » (ex post).

L'activisme ex ante est plutôt l'apanage des investisseurs institutionnels ou des grands financiers qui cherchent par leur poids financier ou leur réputation à accroître la valeur d'une firme. A leur côté, il est possible d'identifier d'autres types de fonds activistes, les fonds d'investissements éthiques, religieux et syndicaux qui peuvent poursuivre des objectifs différents de la seule maximisation des profits. L'actionnariat salarié occupe une place particulière dans la gouvernance et peut jouer un rôle stratégique déterminant dans le succès de certaines opérations (cas d'Air France - KLM, BNP-Paribas – Société Générale). Les actionnaires individuels peuvent aussi en fondant une association s'organiser pour exercer au mieux leur pouvoir. Comme le souligne Girard (2002) : « *Elles ont pour finalité, non pas d'obtenir le contrôle minoritaire ou majoritaire de la société visée, mais d'influencer la gestion des sociétés cotées en faisant directement des propositions à la direction ou en les soumettant au vote* ». L'idée sous-jacente est qu'il existe des marges de croissance dans les firmes mal gouvernées. Et par conséquent, les améliorations liées à l'activisme de ces agents économiques vont permettre un accroissement de la valeur de la firme.

A l'inverse, l'activisme ex post est un réflexe défensif de la part d'actionnaires déçus par les performances de l'entreprise dans laquelle ils ont investi. Généralement, ce sont des investisseurs qui, soit n'ont pas pu revendre leurs actions et qui ne peuvent assumer leur perte, ou soit, qui ont le sentiment de ne pas avoir été traité équitablement[11]. Dans cette situation, tous les types d'agents économiques peuvent être concernés.

Le Maux (2003) définit l'activisme comme *« étant l'ensemble des actions et procédures engagées par un (ou plusieurs) actionnaire(s) extérieur(s) dans le but de modifier une ou plusieurs caractéristiques de la firme et ceci afin de mieux répondre à ses ou (leurs) attentes, que celles-ci soient financières, sociales ou éthiques ».*

Gomez (2001) explique qu'un « *actionnaire est dit activiste lorsqu'il tente d'exercer concrètement sa souveraineté sur l'entreprise, telle qu'elle est établie par le droit mais confisquée par la technocratie managériale. Son combat porte sur les institutions qui lui permettent de légitimer et de contrôler le pouvoir des dirigeants. Le nombre d'actionnaires activistes, promoteurs de la démocratisation du gouvernement des entreprises reste très limité, même s'ils s'avèrent souvent efficaces : quelques caisses de retraites américaines, quelques associations d'actionnaires ».*

Pour sa part, Girard (2002) le considère comme un processus complexe et long formé par un ensemble d'activités d'influence organisées en réseaux de manière séquentielle ou parallèle combinant les ressources, les capacités et les compétences d'un ensemble d'acteurs plus ou moins actifs.

L'hétérogénéité des acteurs de l'activisme rend difficile toutes formes de généralisation de l'activisme des actionnaires minoritaires. L'implication de chaque acteur et son degré d'incitation à surveiller le comportement des dirigeants de la firme dépend de son degré d'aversion au risque, de ses ressources et de sa capacité de traitements de l'information. Cette idée de multiplicité des ressources était généralement contrebalancée par l'idée d'une uniformité de la fonction objectif

[11] La trahison du projet boursier relève généralement de la cotation provisoire de sociétés de faible flottant quitte à léser les actionnaires provisoirement ponctionné d'un apport en fonds propres jugé nécessaire pour les moments difficiles et superflus la prospérité revenue. Le cabinet Proxinvest cite trois cas dans son rapport 2003 avec Grandvision, Orange et Brioche Pasquier.

des actionnaires quels qu'ils soient. La maximisation de la valeur de leurs titres est selon la vision traditionnelle, le lien indéfectible qui unit tous les actionnaires. Les travaux sur la distinction entre actionnaires de contrôle et actionnaires minoritaires ont mis en lumière l'idée que la maximisation de la valeur des actions sur le marché financier n'est pas le seul moyen de satisfaire les attentes de certaines catégories d'actionnaire. Le tableau suivant synthétise la contribution des différentes catégories d'actionnaires à la surveillance et au contrôle des actionnaires.

La typologie des actionnaires minoritaires actifs a été synthétisée dans le tableau récapitulatif suivant :

	Information	Influence	Contrôle
Les petits porteurs	Information faible, non standardisée et illisible. Mandat donné à des structures spécialisées (Proxinvest) afin d'évaluer les conséquences des résolutions de vote et des opérations de restructuration sur la richesse des actionnaires. Certaines entreprises cotées menant une stratégie de fidélisation de leur actionnariat divulguent une information retraitée et facile d'accès, sous la forme de rapports annuels allégés et de lettres envoyées	Influence temporaire. Possibilités d'utilisation d'un levier collectif (création d'association) ; pression judiciaires, politiques (sous la forme d'une bataille de procuration) et médiatiques.	Contrôle passif ou latent. Contrôle passif si attitude de « passager clandestin ». Dans le cas contraire, le contrôle sera latent.
Les actionnaires salariés	Information spécifique liée à leur double statut d'actionnaires et de salarié. L'information est transmise au moyen de supports de communication interne (journaux internes, comités d'entreprise, serveurs informatiques…) ou de supports spécifiques (lettres dédiées, numéros verts…)	Influence temporaire. Pressions politiques ou syndicales. Création d'associations d'actionnaires – salariés	Contrôle passif / latent. Si affiliation à la coalition de contrôle, le contrôle sera passif. Dans le cas contraire, il sera latent et fonction de leurs choix d'investissement entre le capital humain et leurs actions.
Les fonds de pension privés ou publics	Information lisible. Les contraintes de	Influence latente. Pressions médiatiques,	Contrôle latent. Ce contrôle s'exerce en

américains	liquidités importantes pesant sur les investisseurs institutionnels étrangers les incitent à collecter une information en temps réel. Cette information sera traitée par des analystes financiers. Des rencontres périodiques, directes et bilatérales avec les représentants des sociétés, où ils sont le plus souvent accompagnés par des analystes financiers qui leur permettent de suivre leurs investissements.	judiciaires et politiques.	fonction d'objectifs fixés par les fonds de pension tels que l'augmentation de la valeur actionnariale, l'annulation de certaines clauses statuaires…
Les banques assurances	Information spécifique. Information privée, abondante et secrète	Influence continue. Pressions sensibles et surtout financières. Relations bilatérales secrètes.	Contrôle passif ou actif. Hypothèse d'affiliation à la coalition de contrôle [Brickley et ali, 1988].
Les sociétés de capital-risque	Information spécifique. Liée à leurs droits supplémentaires d'information ou de consultation.	Influence continue. Droits aux décisions supplémentaires.	Contrôle actif. Investisseurs stratégiques risquant d'être assimilés à des dirigeants de fait.

Tableau 1 : Typologie des actionnaires minoritaires. Source : Girard (2001, p.134).

1.1. Caractéristiques de l'activisme

L'activisme peut s'appréhender comme un ensemble de réponses de la part des actionnaires. L'idée est qu'il existe une gradation dans l'intensité de l'activisme donc dans la portée des actions entreprises par les investisseurs. D'un côté, on trouve le simple actionnaire qui va avoir un comportement d'achat et de vente actif de son portefeuille d'actions. Son comportement actif de revente ou de détention de ses actions est en lui-même l'expression de son évaluation des performances de la firme. A l'autre bout de ce spectre, il y a le marché pour le contrôle des firmes où des investisseurs initient des OPA ou des LBO qui aboutissent à des changements importants dans la gouvernance des firmes. Entre ces deux extrêmes, il existe tout un arsenal de mesures et de stratégie d'activisme comme l'atteinte d'un seuil de détention minoritaire qui permet d'influencer ou d'exercer une pression significative sur le management. Easterbrook et Fischel (1983) soutiennent que les actionnaires ont suffisamment de pouvoir, tant

qu'ils votent aux événements clés, telles que les OPA ou les batailles de procuration. Ils expliquent que l'implication des actionnaires au delà de ces points peut créer des inefficiences. En particulier, ils se focalisent sur l'efficience de l'implication d'actionnaires privilégier et des groupes d'actionnaires. Ils soutiennent qu'en limitant, ou du moins en ne favorisant pas, l'accès des actionnaires peut améliorer l'efficience du système de vote et augmenter la valeur de la firme. Pourquoi demande-t-on aux actionnaires de ratifier les résolutions venant de la direction ?
En principe, il serait suffisant d'instituer un système de démocratie représentative où les actionnaires ne font qu'élire les administrateurs. La démocratie directe est coûteuse et révèle de nombreuses limites. De nombreux auteurs ont exprimé leur scepticisme quant à son utilité. Leur argument est soutenu par le peu de contestation soulevée par les projets de résolutions proposés par la direction dans la majorité des entreprises. L'hypothèse, qui soutient l'institution que représente le vote, a un caractère stratégique pour les actionnaires qui les obligent à produire une analyse. Le vote est encore plus crucial dans le cas où l'adoption d'une résolution relève d'une règle de super majorité.

En outre, Easterbrook et Fischel (1991) soutiennent que les actionnaires ont souscrit un arrangement équitable car le prix des actions comprend le droit de contrôle qui y est attaché. Cet argument ignore cependant la ponction sur la richesse de l'actionnaire qui peut résulter de la possibilité laissée aux dirigeants d'influencer les résultats des votes, et peut-être même d'outrepasser les préférences des actionnaires. Cet argument surestime aussi l'impact potentiel d'un changement dans l'environnement institutionnel et légal des droits de contrôle inclus dans les titres.

1.2. L'activisme, résultat d'un arbitrage

Les actionnaires désirant réagir sont face à une alternative en cas de mauvaise gestion de la firme où ils ont placé leurs fonds. Ils peuvent céder leurs titres sur le marché (voter avec leurs pieds) ou s'engager dans un processus de contestation (voter avec leur tête).

L'existence d'un marché organisé liquide sur lequel sont échangées les valeurs, avec de faibles coûts de transaction, conduit bien souvent les actionnaires à vendre leurs titres lorsqu'ils estiment que la direction n'est pas efficiente. Plutôt que d'exercer eux-mêmes le droit de contrôle

et de sanction, ils optent pour une telle solution lorsqu'ils perçoivent que les coûts respectifs de chaque combinaison sont favorables à leur éviction. Cette voie ne constitue pas une punition en tant que telle puisqu'ils préfèrent abandonner ce pouvoir de sanction au profit d'un tiers. La revente des valeurs mobilières correspond au transfert du droit de punition, ce dernier n'étant pas inéluctablement exercé. L'afflux d'ordre de vente aidant, la baisse de cours qui s'ensuit rentabilise, pour une équipe dirigeante concurrente, l'investissement nécessaire à la prise de contrôle de l'organisation. Si tel n'est pas le cas, la direction courante aura plus de difficultés de lever des fonds supplémentaires sur le marché. Elle pourra néanmoins suivre sa déviance de manière autonome. Voilà pourquoi l'existence de marchés d'actions suffisamment liquides est une condition nécessaire mais pas suffisante pour contraindre les dirigeants. Il faut en outre, que les autorités assurent une fluidité du processus de prise de contrôle dans le cadre d'offres publiques. Mais ces dernières, si elles ont un rôle important dans l'alignement du comportement des dirigeants, ne produisent pas des effets homogènes sur une population d'actionnaires souvent hétérogène et donc avec des profils différents. Chaque groupe d'actionnaires a des objectifs et des contraintes spécifiques. Certains utilisent leurs valeurs mobilières comme simple vecteur de placement et en attendent une rémunération pécuniaire conforme aux exigences du marché. Celle-ci comprend les dividendes versés auxquels s'ajoute la plus-value en capital engrangée lors de la cession des titres. Au sein de cette catégorie, les objectifs peuvent être divergents en raison de l'horizon de placement. Certains recherchent le profit à brève échéance alors que d'autres désirent plutôt maintenir sur le long terme la position concurrentielle de la société, ce qui conduit à des politiques d'investissement spécifiques.

D'autres encore, veulent influencer la valeur de la firme. Ils attendent de leur participation une rémunération globale incluant la composante pécuniaire recherchée par la première catégorie d'actionnaires. A ceci s'ajoute une rétribution indirecte obtenue grâce aux relations économiques se développant entre la société considérée et d'autres dirigées aussi par ces actionnaires spécifiques. Ils accepteront que leurs revenus monétaires ne soient pas maximisés puisqu'ils seront dédommagés par des gains indirects. Ainsi, une deuxième catégorie de conflits peut être mise à jour. Ces objectifs et ces contraintes spécifiques peuvent conduire à l'émergence de conflits entre actionnaires dont l'issue dépend en partie de la puissance de chacun, en termes de droits de vote, lors des assemblées générales. La structure de l'actionnariat est alors un élément

incontournable pour qui veut analyser le gouvernement d'entreprise. La présence de conflits d'agence est fortement subordonnée au fait que le délégataire se confond avec l'actionnaire de référence, ou n'est que son mandataire. La diversité de la structure de l'actionnariat conduit à une modulation du coût des conflits d'agence dont l'intensité dépend de la structure de propriété du capital social. La place des actionnaires minoritaires et les motifs de l'activisme prennent racine au cœur même du fonctionnement des firmes capitalistiques. La question du contrôle préoccupe depuis longtemps les chercheurs.

Les actionnaires minoritaires ont un comportement qui peut varier en fonction de l'entreprise dont ils sont actionnaires et ce comportement peut aussi s'expliquer par différents facteurs qui ont été détectés lors de la réalisation d'études américaines et françaises.

1.3. Les caractéristiques des entreprises visées par les actionnaires minoritaires : études empiriques

Lors des assemblées générales, des actions collectives dénommées « *batailles de procuration* »[12] peuvent se dérouler entre différents groupes de pression qui cherchent à obtenir les procurations de votes des actionnaires absents dans le but de révoquer les dirigeants en place ou de s'opposer à certaines décisions prises par la direction.

Cette pratique a confirmé les résultats des études de Karpoff et ali en 1996 et de Milgrom et Roberts en 1997 aux Etats-Unis. Ces deux études ont démontré que la probabilité pour une société de recevoir un projet de résolution proposé par des actionnaires dissidents est corrélée positivement à la taille de l'entreprise, au pourcentage de capital détenu par les investisseurs institutionnels et négativement à ses performances comptables et à son taux d'endettement.

[12] La *« bataille de procuration »* (proxy contest ou proxy fight) est un mécanisme de sollicitation de votes dont l'objectif est d'obtenir la minorité de blocage ou la majorité des votes afin de contester ou de rejeter l'adoption de certaines clauses statutaires afin d'obtenir le contrôle, soit minoritaire (par une représentation au conseil d'administration), soit majoritaire (attribution de la majorité des sièges d'administrateurs) de la société. Cette activité peut également avoir lieu pendant une tentative de prise de contrôle. Les motifs de contestation porteront alors sur les modalités des opérations de restructuration.

L'impact de l'activisme sur des firmes ciblées peut se faire au travers de recherches sur les circonstances entourant le ciblage d'une firme particulière. Martin et ali (1996) fournissent une étude de cas sur les changements organisationnels de la société Sears, Roebuck & Co., partant du développement de Sears dans le secteur des services financiers au début des années 80 jusqu'à l'abandon de ses filiales en 1994. CalPERS, aidé par d'autres fonds tels que TIAA-CREF, initièrent une campagne de trois ans en 1989 pour obliger les entreprises à modifier de façon significative leur organisation. Pendant cette période, la société était sujette à plusieurs résolutions et batailles de procuration par Robert Monks, qui recherchait un siège au conseil d'administration. Martin et ali (1996) conclurent que les efforts conjoints de CalPERS et des autres fonds avaient probablement accéléré la décision finale de la société de se séparer de sa division de services financiers en 1992. Cependant, ils en ont aussi conclu que CalPERS n'avaient pas bénéficié de rendements anormaux plus élevés sur la détention des actions de la société Sears de 1989 à1994.

Karpoff et ali (1996) se sont intéressés à une série d'étude de cas moins détaillés sur 15 sociétés dans lesquels une ou plusieurs résolutions ont obtenu au moins 50 % de votes favorables entre 1987 et 1990. La raison de la focalisation sur ces cas réside dans le fait que l'obtention de la majorité pour ces résolutions, qui ne sont pas initiées par la direction, est très certainement susceptible de faire pression sur ces dirigeants pour considérer les changements proposés. Dans cinq de ces quinze cas Karpoff et ali (1996) ne rapportent aucuns effets apparents de la résolution sur la firme ciblée. Ces sociétés ne se sont engagées dans aucunes restructurations inhabituelles, ni dans leur mode de contrôle, ni dans leur management durant les trois années suivant la résolution. Dans trois cas (incluant Chock Full O'Nuts Corp, Champion International Corp et Kmart Corp.), les sociétés ont adopté les dispositions appelées par la résolution. Deux de ces cas impliquent la suppression de pilules empoisonnées, ceci en conformité avec les résultats de Bizjak et Marquette (1998) qui trouvent que les résolutions sur les pilules empoisonnées poussent parfois les firmes ciblées à changer leurs pilules empoisonnées. Dans sept cas, la société a subi postérieurement des restructurations soit majeur soit mineur. Cependant, dans l'ensemble des sept cas, la modification était aussi précédée par une OPA. Il est par conséquent difficile d'isoler l'influence de l'activisme actionnarial des offres externes de prise de contrôle. Pourtant, trois des 15 sociétés ont adopté les dispositions portées par les actionnaires activistes, les résultats de

l'étude de cas Karpoff et ali (1996) sont insuffisants pour soutenir l'idée que les résolutions amènent des changements organisationnels significatifs. Dans un seul cas, concernant l'entreprise Santa Fe Southern Pacific Corp., ils montrent que les résolutions d'actionnaires peuvent avoir influencé des tentatives de restructurations postérieures. Une résolution pour abroger une pilule empoisonnée soutenue par un vote majoritaire a été reçue au milieu de deux offres externes pour le contrôle de la société. La valeur des actions a augmenté de 3,5 % autour du vote des actionnaires sur la résolution de la pilule empoisonnée, et la société a été restructurée par la suite. Il est possible que le vote des actionnaires ait exercé une pression sur les dirigeants pour engager des efforts de restructuration.

En France, les objectifs d'activisme des actionnaires minoritaires sont variés. Sur les 60 sociétés cotées et les 60 sociétés non cotées ayant été confrontés à une action par une association d'actionnaires minoritaires entre janvier 1989 et décembre 2000[13], on peut démontrer que les actionnaires minoritaires cherchent :

- à faire annuler (8,1 % des cas de contestations) ou à faire adopter des clauses statutaires (10,8%),
- à contester les décisions d'investissement, la structure de financement, la politique de dividendes ainsi que les grandes orientations stratégiques retenues (fusions, offres publiques de retrait suivie d'un retrait obligatoire, etc…) par la société,
- à démontrer les abus de droit des membres de la coalition de contrôle, notamment les délits d'initié, les abus de pouvoirs, les abus de majorité, les abus de biens sociaux…

Contrairement aux études empiriques américaines[14], la structure de l'actionnariat des entreprises françaises dans les actions menées par les actionnaires minoritaires dissidents ne joue pas un rôle primordial. La participation des actionnaires institutionnels ne constitue pas une caractéristique significative des entreprises soumises à un processus d'activisme. En effet, les contraintes juridiques (actions bloquées avant la tenue de l'assemblée générale) pesant sur les actionnaires institutionnels étrangers ne les incitent pas à voter aux assemblées générales.

[13] Etude réalisée par Carine Girard en 2001.
[14] Etudes menées par Strickland (1996), Smith (1996) et Karpoff (1996) aux Etats-Unis.

En revanche, conformément aux études américaines citées précédemment, le taux d'endettement, comme l'utilisation de mesures de défenses actives contre les offres publiques, sont des variables explicatives de l'activisme des actionnaires minoritaires en France.

1.4. Les facteurs explicatifs du succès de l'activisme

Une des sources majeures de désaccord dans les conclusions s'explique par les différentes définitions de ces termes.

Karpoff (2001) a identifié six différentes définitions du succès chacune utilisées par deux ou plusieurs équipes de chercheurs :
(1) croissance de la valeur des actions,
(2) croissance des mesures comptables de la performance,
(3) changement dans les opérations ou le management,
(4) actions soutenues par les activistes qui sont adoptées par les firmes ciblées,
(5) certaines actions prises qui sont attribuées à la pression des actionnaires,
(6) une proposition d'actionnaire recevant un pourcentage de vote positif élevé.

Beaucoup d'auteurs obtiennent des résultats autour de plus d'un critère de succès. Par exemple, Gillan et Starks (1996) et Karpoff (2001) examinent seulement les propositions de résolution d'actionnaires, tandis que Carleton et ali (1998) et Martin et ali (1996) examinent principalement les négociations privées. Certains auteurs examinent à la fois les projets de résolution d'actionnaires et les négociations privées. Wahal (1996), par exemple, examine les deux mais élabore des conclusions essentiellement à partir de ses résultats concernant les projets de résolution d'actionnaires.

Trois modèles de résultats sont apparents :

- Les études concluant que les initiatives d'actionnaires ont généralement un faible impact sur les firmes ciblées. Elles se focalisent sur les effets soit sur la valeur des actions, ou soit sur les performances opérationnelles des projets de résolution d'actionnaires.

- Les études concluant que les initiatives d'actionnaires sont généralement un succès. Ces articles s'intéressent à l'influence de l'activisme sur les changements organisationnels des firmes ciblées.
- Les études suggérant que les négociations ou les résolutions sont associées avec des augmentations du prix des actions.

Ces modèles expliquent en grande partie les désaccords apparents parmi les chercheurs concernant les effets de l'activisme actionnarial. En utilisant les changements sur la valeur des actions ou sur les performances opératoires pour mesurer l'impact et en se focalisant sur les projets de résolution d'actionnaires, la plupart des chercheurs concluent à un faible effet sur les firmes ciblées. Les études axées sur des changements limités de la structure de gouvernance des firmes ciblées sont plus enclines à conclure que l'activisme a un impact positif. Ces conclusions mettent en parallèle les généralisations empiriques qui émergent de ces études : les propositions d'actionnaire ne sont pas associées avec des changements à court terme observable sur la valeur des firmes ou avec une augmentation de leurs revenus, pourtant quelque fois, à la fois les projets de résolution et les négociations privées sont à l'origine de changements organisationnels.

Les résultats ne sont pas aussi facilement généralisables. Les résultats de Strickland et ali (1996) sont basés sur des rendements d'actions à court terme autour de 34 annonces faites par les membres de la United Shareholders Association qui ont aboutit à un accord avec des firmes ciblées. Ces résultats sont en conformité avec les résultats d'autres chercheurs, tels que Wahal (1996), concernant l'impact des propositions non ciblées « *non-proposal targetings* ». Smith (1996) et Opler et Sokobin (1997), à l'inverse, basent leur conclusion sur les rendements anormaux des actions sur un horizon à long terme.

En fonction de leurs anticipations sur la valeur future des *cash-flows,* de leurs capacités d'expertises, de leurs ressources et de leurs compétences, les actionnaires minoritaires mènent un ensemble d'activités d'influence. Ils ont la possibilité d'exercer une pression formelle (activités judiciaires, activités de sollicitation de vote, etc.) et/ou informelle (annonces publiques, envoi de courrier à l'AMF, appels téléphoniques avec la direction dans le but de négocier des arrangements, etc.) sur la coalition de contrôle et sur les autorités boursières et judiciaires.

Ces activités ont pour finalités de résoudre le problème de «passager clandestin »[15] en encourageant les actionnaires minoritaires restés passifs à se joindre à une coalition dissidente. Il sera ainsi possible d'augmenter la probabilité de succès de l'activisme. Ce dernier sera un succès lorsque le recours judiciaire entraînera le versement de dommages et intérêts au profit des actionnaires minoritaires.

Généralement, le problème du *« passager clandestin »* se résout également par la présence d'un actionnaire *« pivot »*. Son influence sur les actionnaires restés passifs joue un rôle déterminant dans la réussite d'une bataille de procuration. Au sein des sociétés françaises cotées et non cotées, d'après l'étude de Girard (2001), l'activisme est un succès dans 45,36% (soit 44 succès sur 97 procédures abouties). 62,86% des cas d'activisme se matérialisent par des actions judiciaires, les « batailles de procuration» ne représentant que 37,14% des activités d'influence utilisées. Par ailleurs, dans 41,8% des cas, l'activisme des actionnaires minoritaires prend la forme d'une association. Les petits porteurs, les actionnaires-salariés non dirigeants, les investisseurs institutionnels français ou étrangers, créent ou mandatent les associations d'investisseurs pour remédier au problème de « *passager clandestin* ». En France, le rôle de l'actionnaire *« pivot »* n'est pas joué par les fonds de pension américains mais par les associations d'investisseurs et d'actionnaires. Les actionnaires individuels ont un comportement d'activisme différent des autres actionnaires dissidents dans la mesure où leurs contestations portent sur le comportement abusif de la coalition de contrôle pouvant entraîner des abus de biens sociaux.

Dans la pratique, les actionnaires minoritaires mènent une action collective afin de sortir de la société visée avec un prix réévalué. Cette stratégie de retrait a pour caractéristique d'exercer une pression temporaire sur la société afin de valoriser une éventuelle sortie à un prix sans commune mesure avec la valeur réelle des titres. Il convient de se demander si les améliorations apportées à la protection juridique des actionnaires minoritaires ont pour objectif de neutraliser leurs activités d'influence.

[15] Les actionnaires passifs ont généralement une attitude qualifiée de « passager clandestin » qui les conduit à profiter des opportunités de croissance de l'entreprise ou d'activisme sans engager de dépenses.

Typologie de l'activisme des actionnaires minoritaires en France

Actionnaires minoritaires actifs	Objectifs d'activisme	Sous processus	Les stratégies des actionnaires et les différentes étapes du processus d'activisme
Petits porteurs	Annuler les mesures : Verrouillant le capital de la société (clauses statuaires limitant les droits de vote des minoritaires) ; Diluant la capital détenu par ces derniers telles que les opérations de « coup d'accordéon » sans droit préférentiel de souscription ; Divulguant une information inintelligible, sélective, non sincère, trompeuse et tardive ; Opérant un transfert de richesses vers la coalition de contrôle au détriment des minoritaires (mise sous réserve systématique des bénéfices sans distribution des dividendes pendant plusieurs exercices consécutifs) [E. Cohen 1997]. Négocier une prime de sortie [A. Couret 1996]	ADAM Processus de lobbying et processus judiciaire	« *Activisme agressif* » : activisme éventuellement coordonné avec d'autres associations telles que l'ANAF se caractérisant par une médiatisation systématique du conflit et par l'utilisation de « *vides juridiques* ».
		ANAF* Bataille de procurations	Vote, aux assemblées générales, contre les clauses « *anti-OPA* ». « *Activisme consensuel* » et occasionnellement coordonné.
		AEDE** Processus de lobbying et processus judiciaire	Activisme uniquement judiciaire. « *Il est possible pour des actionnaires de gagner les recours qu'ils intentent à l'encontre des dirigeants qu'ils ont désignés pour les fautes sociales que ceux-ci ont commises* » (Communiqué de l'AEDE, 13 octobre 1999).
		Déminor	La société belge refuse

			les trois quarts des dossiers qui lui sont présentés en France. « *La moitié ne sont pas assez solides* », explique Eric Coppieters, « *quant au reste, il s'agit souvent de tentatives de chantage pour obtenir une indemnisation* ».
		Création d'associations d'actionnaires	Activisme judiciaire caractérisé par des batailles de procuration régulières (AEE***, ADACTE****,…).
Actionnaires salariés	Demande de représentation minoritaire au conseil d'administration. Amélioration des performances financières. Demandes plus spécifiques (adoption de normes européennes pour préserver l'environnement). Mise en place d'un plan de redressement avec maintien de l'emploi. Appropriation de rentes.	Batailles de procurations Création ou adhésion à une association d'actionnaires - salariés	Si l'objectif est la demande d'indemnisation suite à une préjudice subi ou si l'entreprise connaît des difficultés financières, l'activisme sera caractérisé par des activités judiciaires et des batailles de procuration. Si l'objectif est d'obtenir le contrôle minoritaire de la société, alors l'activisme sera une bataille de procurations.
Investisseurs institutionnels anglo-saxons	Adoption des critères de gouvernement d'entreprises mentionnés dans les deux rapports Viénot. Maximisation de la performance financière.	Batailles de procuration. Processus de lobbying et processus judiciaire.	« *Activisme consensuel ou agressif* » en fonction de l'identité du fonds de pension. Mandat donné aux associations d'actionnaires ou à des sociétés professionnelles.
Investisseurs financiers	Contrôle minoritaire ou majoritaire. Maximisation de la valeur actionnariale.	Processus de lobbying et judiciaire.	« *Activisme consensuel ou agressif* ».

*ANAF : Association Nationale des Actionnaires Français
**AEDE : Association Européenne de Défense de l' Epargne
***AEE : Association pour l'action Eurotunnel
****ADACTE : Association de Défense des Actionnaires d'Eurotunnel
Tableau 2 : Typologie de l'activisme des actionnaires minoritaires. Source : Girard (2001, p.142)

2. Les incidences de l'activisme des actionnaires minoritaires : études empiriques

La grande disparité des situations d'activisme étudiées pose un problème de comparabilité des études. La détermination de la fenêtre d'étude des évènements modifie la perception des

succès ou des échecs de l'activisme. Ces effets se traduisent-ils à long terme ou à court terme ?

2.1. Effets sur la richesse des actionnaires à court terme

Les actionnaires minoritaires en désaccord avec la politique menée par l'entreprise ont différentes façons de faire entendre leurs voix. La publicité autour de l'activisme cherche à rassembler et à changer l'issue des votes. Les recherches se sont penchées sur les batailles de procuration, les annonces publiques et les négociations privées car ces actions ont pour objectif produire des effets à court terme.

2.1.1. Les effets des batailles de procuration

Dans plusieurs études empiriques[16], la richesse des actionnaires diminue avant l'annonce d'une action menée par une association d'actionnaires minoritaires. Suite à l'annonce d'une « *bataille de procuration* » au sein d'une société, Ikenberry et Lakonishok (1993) constatent une diminution significative des rentabilités les 24 mois suivants. Dans leur étude Borstadt et Zwirlein (1992) , mesurent également une chute significative des rentabilités cumulées lors des 36 mois suivant la résolution de l'action menée par l'association des actionnaires minoritaires. Néanmoins, cette réaction du marché financier est liée aux différents modes de résolution du conflit. En effet, les auteurs constatent que la chute de la performance financière, et donc de la richesse des actionnaires, se produit dans les entreprises où les actionnaires dissidents ont gagné la bataille de procuration. Cette même étude a permis de montrer une augmentation significative de cette performance après l'échec d'une action intentée contre le management de l'entreprise.

Mulherin et Poulsen (1998) confirment les résultats précédents tout en apportant quelques précisions supplémentaires. Les auteurs concluent que de manière générale l'activisme des actionnaires crée de la valeur *« actionnariale »*. L'accroissement de la richesse des actionnaires dépend des opportunités de sortie offertes par des opérations de restructuration qui ont lieu pendant ou juste après la bataille de procuration. Ainsi, les entreprises qui ont fait l'objet d'une prise de contrôle enregistrent des rentabilités anormalement élevées tout au long du processus et

[16] *Etude d'Ikenberry et Lakonishok en 1993 ; Etude de Sridharan et Reinganum* en 1995.

durant environ un an après la fin de l'action menée par l'association d'actionnaires minoritaires.

Les études empiriques américaines citées précédemment ont constaté que l'activisme a des effets sur le taux de rotation des dirigeants, sur la structure de l'actionnariat et du conseil d'administration, sur le nombre de défenses anti-OPA et sur la richesse des autres parties prenantes à l'organisation.

D'après De Angelo et De Angelo (1989), 51,3 % des sociétés ayant connues une bataille de procuration ont vu leurs dirigeants démissionner et dans 75 % des cas les efforts de l'association d'actionnaires minoritaires dissidentes sont la cause directe de la révocation du dirigeant. Des modifications interviennent également au niveau des clauses statutaires. Certaines peuvent être annulées comme les actions dites privilégiées (dans 50 % des entreprises visées), comme les actions dites confidentielles qui sont adoptées dans une entreprise sur sept. L'activisme des actionnaires minoritaires peut également avoir un impact sur la richesse des autres parties prenantes. Les actionnaires minoritaires passifs deviennent actifs afin de tenter d'influer sur la valeur de leurs titres.

Contrairement à l'activisme américain, le comportement actif des actionnaires minoritaires en France se traduit généralement par le recours systématique à une procédure judiciaire en tant qu'outil de communication. Leur capacité d'action est liée notamment à l'existence de vides juridiques ainsi qu'à l'exercice d'un droit d'action reconnu à la minorité.

2.1.2. Les effets des annonces publiques

De nombreuses études portent sur les rendements à court terme des actions autour des annonces publiques clés d'information concernant des propositions de résolution d'actionnaires. Ceci inclus, les annonces initiales dans la presse, la date à laquelle la procédure contenant la résolution d'actionnaires est envoyée, et la date de l'assemblée générale des actionnaires où est votée la résolution. Les rendements des actions sont mesurés sur une fenêtre de 2 à 31 jours.

Dans la plupart des cas la moyenne des rendements anormaux des actions est négative. Dans tous les cas sauf un, ce n'est pas statistiquement significatif. L'exception concerne les résultats de Prevost et Rao (1997) qui obtiennent des rendements d'actions négatifs en moyenne pour une fenêtre de deux jours autour de la date d'émission de la proposition d'actionnaires pour 26 propositions émanant de fonds de pension publics. Sinon, en général il n'y pas de preuves, que les nouvelles concernant les propositions d'actionnaires ont un effet positif à court terme sur la valeur des actions.

En ce qui concerne les sociétés françaises cotées qui ont enregistré une action d'une association d'actionnaires minoritaires entre 1989 et 1997, il a été constaté une réaction positive du marché financier 30 à 40 jours avant l'annonce publique d'un tel processus. Il existe effectivement une réaction positive du marché financier avant l'annonce d'une action menée par une association d'actionnaires minoritaires. Ce processus laisse supposer que les investisseurs anticipent soit la révocation du dirigeant jugé sous performant, soit la négociation afin d'améliorer l'efficacité du système de gouvernement d'entreprise dans la société concernée (nomination d'administrateurs indépendants, séparation des fonctions de président et de directeur général, etc.).

A contrario, l'annonce officielle de la mise en place d'une action par une association ne s'accompagne d'aucune réaction du marché financier.

2.1.3. Les effets des négociations privées

D'autres études examinent les annonces d'accords négociés ou de moyens de pressions hors résolutions menés par les actionnaires activistes. Elles rapportent un effet positif en moyenne sur la valeur des actions, et dans deux cas les résultats sont statistiquement significatifs. Strickland, Wiles et Zenner (1996) trouvent une moyenne statistiquement significative des rendements d'actions anormaux à deux jours de 0.92% pour 34 annonces dans lesquelles les firmes ciblées par les représentants de la United Shareholders Association ont négocié un accord. Wahal (1996) rapporte 43 cas dans lesquels des fonds de pension activistes annoncent leurs intentions de négocier des changements dans les firmes ciblées sans lancer de résolution en

assemblée. La moyenne sur des rendements d'actions à 7 jours de 1.86% pour ces cas est statistiquement significative. Ces résultats suggèrent, à la différence des annonces de projets de résolution d'actionnaires, que les annonces d'accords négociés ou de moyens de pressions hors résolutions formelles peuvent être associées à des changements positifs de la valeur des actions.

2.2. Les effets sur la richesse des actionnaires à long terme

Les études de Nesbitt (1994), Opler et Sokobin (1997), et Smith (1996) aboutissent chacune à un rendement positif à long terme des actions[17]. Del Guercio et Hawkins (1998), Martin et ali (1996), et Wahal (1996), à l'inverse, trouvent chacun des rendements à long terme statistiquement non significatifs. Prevost et Rao (1997) rapportent des rendements (buy-and-holds) à trois ans statistiquement non significatifs pour un échantillon de 17 firmes qui chacune furent ciblées une fois par des fonds de pension publics, mais ils trouvent des rendements négatifs en moyenne anormaux statistiquement significatifs pour 9 firmes ciblées plus d'une fois.

Black (1997) suggère que les études se rapportant à des rendements à long terme positifs souffrent de problèmes de référentiel (benchmark). Seuls Del Guercio et Hawkins (1998) et Prevost et Rao (1997) calculent des rendements anormaux à long terme en utilisant des tests statistiques et empiriques suivant des procédures similaires à ceux discutées par Barber et Lyon (1997). Ainsi, le résultat le plus significatif est que le rendement moyen anormal à long terme n'est pas significativement positif. Néanmoins, la taille et le signe des rendements à long terme suivant l'initiative d'une pression d'un actionnaire activiste reste un sujet de dispute dans les recherches empiriques.

[17] Nesbitt (1994) rapporte des tests non statistiques. En plus, il est difficile d'interpréter les résultats des rendements cumulatifs de Nesbitt car le nombre de firmes de son échantillon décroît substantiellement au travers du temps, suggérant un biais de sélection. Désormais, moins d'importance seront accordées à ces résultats.

2.3. Synthèse des études empiriques de l'activisme actionnarial

Ce tableau basé sur les travaux de Gillan et Starks (2007) synthétise la majeure partie des études utilisées dans ce travail. Les travaux qui n'étaient pas initialement intégrés dans leur tableau ont été ajoutés. Comme il a été préalablement vu, la grande variété des études rend difficile la généralisation des conclusions sur l'activisme.

Etude	Période	Type d'activisme	Initiateur	Nombre de firmes et de faits d'activisme	Conclusions quant aux résultats
Gordon et Pound (1993)	1990	Projets de résolution sur la gouvernance	Tous les types d'initiateurs	266 résolutions	Les résultats des votes dépendent de la gouvernance et de la performance des sociétés ciblées et de la détention de capital des insiders, des institutionnels, des ESOPS et des détenteurs de bloc.
Nesbitt (1994)	1987-1992	Toutes formes d'activisme sur la gouvernance	CalPERS	42 sociétés	Les sociétés ciblées sous performent le S&P 500 de 66% en cinq ans avant le ciblage et sur performent de 41% dans les cinq années qui suivent le ciblage.
Gillan (1995)	1986-1991	Projets de résolution sur la gouvernance	Tous les types d'initiateurs	1019 résolutions concernant 305 sociétés	Alors qu'il y a une réaction positive du marché après des résolutions d'actionnaires dans certains sous échantillons, en moyenne il n'y a pas d'amélioration à long terme des performances boursières ou des performances opérationnelles. L'origine des résolutions par des fonds de pension publics est positivement associée avec le pourcentage de votes reçus.
John et Klein (1995)	1991-1992	Projets de résolution sociale et sur la gouvernance	Tous les types d'initiateurs	344 résolutions	La probabilité qu'une firme soit la cible de résolutions concernant la gouvernance est significativement affectée par la taille de la firme, la présence d'un résultat net négatif, le

					pourcentage d'administrateurs externes avec des mandats dans d'autres sociétés du S&P 500, le pourcentage d'institutionnels dans le capital, qu'il y ait eu vote ou non des actionnaires sur le choix des auditeurs et les votes de l'année précédentes ;
Daily, Johnson, et al. (1996)	1990-1993	Projets de résolution sur la gouvernance	Institutions	197 des firmes listées par Fortune	Aucuns résultats significatifs de la relation entre les mesures de la performance comptable et le nombre de projets de résolution pour firme.
Karpoff, Malatesta, et al. (1996)	1986-1990	Projets de résolution sur la gouvernance	Tous les types d'initiateurs	522 résolutions concernant 269 sociétés	Il n'y a pas de preuves concluantes que les résolutions d'actionnaire n'augmentent la valeur de la firme, n'améliorent les performances opérationnelles, ou n'influencent la politique des firmes.
D.G. Smith (1996)	1990-1995	Activisme entrepris à Kmart	Tous les types d'initiateurs	1 société	Il conclue que les problèmes étaient dus à l'incompétence des dirigeants et que l'activisme actionnarial est un mécanisme inefficient pour s'occuper de ce genre de problèmes.
M.P. Smith (1996)	1987-1993	Toute forme d'activisme sur la gouvernance	CalPERS	51 sociétés	La richesse des actionnaires augmente pour les sociétés qui s'accordent avec CalPERS et diminue pour les sociétés qui résistent. Il n'y a pas de changements significatifs dans les performances opérationnelles.
Strickland, Wiles, et al. (1996)	1986-1993	Projets de résolution et accords négociés	United Shareholders Association	216 résolutions concernant 85 sociétés	Les votes sur les résolutions étaient plus élevés quand la cible a des performances faibles et plus d'investisseurs institutionnels. En dehors des résolutions soutenues par l'USA, ils ont trouvé 53 accords négociés, lesquels ont en moyenne un faible rendement positif lors de l'annonce. Les auteurs conclurent que l'action de l'USA était un succès.

Wahal (1996)	1987-1993	Tous les projets de résolution	Fonds de pension publics	356 résolutions concernant 146 sociétés	Ils ne trouvent aucuns effets significatifs sur la richesse de l'activisme des actionnaires
Huson (1997)	1990-1992	Projets de résolution sur la gouvernance	CalPERS	18 sociétés	Il trouve des changements significatifs dans l'activité réelle des sociétés ciblées. En plus, les réactions du marché à ces restructurations étaient significativement plus positives, en moyenne, que pour des restructurations comparables avant le ciblage.
Johnson, Porter, et al. (1997)	1992-1995	Projets de résolution sur les rémunérations	Tous les types d'initiateurs	184 sociétés	Ils ne trouvent aucuns effets des résolutions sur la rémunération des actionnaires.
Johnson et Shackell (1997)	1992-1995	Projets de résolution concernant les rémunérations	Tous les types d'initiateurs	169 résolutions concernant 106 sociétés	Ils ne trouvent aucuns effets des résolutions sur la rémunération des actionnaires.
Opler et Sokobin (1997)	1991-1994	Liste de firmes ciblées	Council of Institutional Investors (CII)	117 sociétés	Dans l'année suivant le listage, les firmes ont en moyenne une augmentation de 11,6% du prix de leurs actions suggérant que la coordination de l'activisme des actionnaires à créer de la valeur pour les actionnaires.
Bizjak et Marquette (1998)	1987-1993	Abrogation des pilules empoisonnées	Tous les types d'initiateurs	191 résolutions concernant 116 firmes	Les résolutions pour l'abrogation des pilules empoisonnées sont soumises plus fréquemment quand la performance de la firme a été faible, quand la réaction initiale du marché à l'adoption de pilules est négative, et quand les insiders et les blocs de propriété sont faibles. Les sociétés qui ont reçu une proposition de résolution concernant les pilules empoisonnées sont plus enclines à modifier ou à abroger les pilules.
Carleton, Nelson, et al. (1998)	1992-1996	Accords négociés	TIAA-CREF	62 ciblages de 45 sociétés	Les accords négociés permettent généralement d'atteindre leurs objectifs, mais l'effet de richesse à court terme dépend du thème.
Crutchley,	1992-	Liste de firmes	CalPERS	47 sociétés	Les succès de CalPERS

Hudson, et al. (1998)	1997	ciblées			dépendent de la période de temps étudiée. A moins que le management soit mis sous pression pour effectuer des changements substantiels, les investisseurs ne vont pas bénéficier de l'activisme.
Del Guercio et Hawkins (1998)	1987-1993	Résolutions sur la gouvernance	5 fonds de pension publics	266 résolutions concernant 125 sociétés	Les projets de résolution ne sont pas associés avec les performances comptables ou boursières, mais sont associées avec des changements importants dans la gouvernance et la restructuration des actifs de l'entreprise.
Schwab et Thomas (1998)	1996-1997	Résolutions sur la gouvernance	Fonds de pension de syndicats de travailleurs	126 résolutions concernant 91 sociétés	Ils soutiennent que les syndicats ont besoin de s'aligner sur les intérêts des actionnaires, et en le faisant, ils passent d'une logique de conflits à un comportement de coopération stratégique dans la gouvernance de l'entreprise.
Thomas et Martin (1998)	1994	Résolutions sur la gouvernance	Tous types d'initiateurs	309 résolutions	Ils trouvent que les résolutions des fonds syndicaux reçoivent au moins autant de soutien que les autres projets de résolution des autres groupes d'actionnaires
Campbell, Gillan, et al. (1999)	1997	Tous les types de projets de résolution	Tous les types d'initiateurs	681 résolutions concernant 394 sociétés	Les résolutions liées à des questions de gouvernance reçoivent généralement un appui plus important que celles liées à des questions sociales. Une grande proportion des résolutions portées par des investisseurs individuels est mise de côté pour des raisons techniques.
Manry et Stengeland (1999)	1989-1993	Tous les types de projets de résolution	Tous les types d'initiateurs	1000 sociétés	Notation de l'United Shareholders Association concernant les droits des actionnaires et la rémunération des dirigeants, existence de liens positifs et significatifs avec la performance et les dépenses d'investissement.
Choi (2000)		Résolutions sur la gouvernance	Institutions	362 résolutions concernant 278 sociétés	Il analyse les résolutions avant et après les réformes de la SEC sur les règles de procédures, et ne trouve

					aucune différence dans le résultat des votes après les changements
Gillan et Starks (2000)	1987-1994	Résolutions sur la gouvernance	Tous types d'initiateurs	2042 résolutions concernant 452 sociétés	La réaction des actionnaires et le résultat des votes dépendent du thème abordé et de l'identité de l'initiateur de la résolution. Les résolutions initiées par des institutionnels obtiennent des votes plus élevés et des réactions plus positives.
Martin, Kensinger, et al. (2000)	1989-1992	Activisme concernant la société Sears Roebuck	Tous types d'initiateurs	1 société	Ils suggèrent que l'activisme sur cette société a eu une influence positive sur sa valeur et que les dirigeants ont été obligés de restructurer plus rapidement qu'en dehors de la présence de la pression des actionnaires.
Prevost et Rao (2000)	1988-1994	Résolutions sur la gouvernance	Fonds de pension publics	146 résolutions	Ils trouvent un effet négatif sur la richesse important à l'annonce du ciblage
Caton, Goh, et al. (2001)	1991-1995	Liste de firmes ciblées	Council of Institutional Investors (CII)	108 sociétés	Réaction négative du marché à la publication de la liste, mais un accroissement des gains est estimé par les analystes financiers pour un sous échantillon de firmes avec un fort potentiel de croissance.
Hann (2002)	1989-1996	Firmes ciblées	5 fonds de pension publics	150 sociétés ciblées	Les caractéristiques des cibles peuvent expliquer si l'activisme aboutit à des changements réussis. Ceci peut expliquer pourquoi certaines études trouvent des changements significatifs sur les cibles.
Song et Szewczyk (2003)	1991-1996	Firmes ciblées sur des listes	Council of Institutional Investors (CII)	156 sociétés	Peu de preuves de l'efficacité de l'activisme actionnarial par les investisseurs institutionnels.
English, Smythe, et al. (2004)	1992-1997	Firmes cibles listées	CalPERS	63 ciblages de 47 sociétés	Les effets de l'annonce dépendent de l'index retenu. Pour certains, l'effet de l'annonce est significativement positif, mais pas de performances anormales à long terme après six mois.
Wu (2004)	1988-1995	Firmes cibles listées par Forbes 500	CalPERS	37 sociétés	Les ciblages publics sont associés avec une baisse du nombre d'administrateurs

					internes, un accroissement de la probabilité de révocation du PDG, et une augmentation de la sensibilité de la relation entre turnover des PDG et performance.
Zenner, Shivdasani, et al. (2005)	2004-2005	Tous les types d'activisme	Hedge funds	31 sociétés	Ils trouvent des rendements significativement positifs à l'annonce de l'activisme, principalement conduit par les rendements de cible où l'activisme était lié à une activité de fusion ou d'acquisition.
Akyol et Carroll (2006)	1990-2004	Abrogation de pilules empoisonnées	Tous types d'initiateurs (incluant les firmes à l'initiative des abrogations)	126 sociétés	Les firmes retirent les pilules empoisonnées sous la pression des actionnaires, ceci incluant les résolutions d'abrogation des pilules empoisonnées. Les sociétés qui initient cette abrogation sont aussi associées à des pressions potentielles des actionnaires.
Barber (2006)	1992-2005	Firmes cibles listées	CalPERS	115 firmes	La réaction du marché à court terme à l'annonce du ciblage suggère des rendements positifs.
Del Guercio, Wallis, et al. (2006)	1996-2003	Campagne du « Just vote No »	Tous types d'initiateurs	92 sociétés	L'activisme est associé avec une plus forte propension de turnover forcé des PDG et des administrateurs, et ce turnover forcé des PDG a un effet positif sur la valorisation. L'activisme affecte le marché des administrateurs.
Klein et Zur (2006)	2003-2005	Tous les types d'activisme	Hedge funds	194 sociétés	Ils trouvent des rendements significatifs pour la période entourant la date d'enregistrement du 13D ; pas d'améliorations pour les indicateurs d'exploitation pour l'année après le fichage mais le but des hedge funds était au moins partiellement atteint dans 60% du temps.
Nelson (2006)	1990-2003	Firmes cibles listées	CalPERS	91 sociétés	Les études sur l'activisme de CalPERS avaient utilisé des paramètres biaisés, des fenêtres trop longue et n'exclue pas des évènements contaminants. Une fois cela corrigée, il y a

					des résultats positifs avant 1994, mais aucuns après 1994.
Prevost, Rao, et al. (2006)	1998-2002	Résolutions sur la gouvernance	Fonds de pension des syndicats de travailleurs	481 résolutions concernant 232 sociétés	Les résultats ne corroborent pas les hypothèses que les résolutions initiées par les fonds de pension syndical sont des indicateurs de conflits d'intérêts de la part de ces fonds recherchant à extraire des gains pour les employés.
Thomas et Cotter (2006)	2002-2004	Résolutions sur la gouvernance	Tous types d'initiateurs	1454 résolutions	Ils examinent les résolutions d'actionnaires post Enron et trouvent de nombreuses similarités dans le résultat des votes et les réactions du marché comparées aux études précédentes. Ils rapportent aussi que les ciblages récents ne se limitent pas seulement aux firmes à faible performance, et que les groupes privés d'investissement et d'individus sont plus efficaces à récolter des supports pour un vote.
Brav, Jiang, et al. (2008)	2004-2005	Tous types d'activisme	Hedge funds	374 sociétés	Ils trouvent des rendements significatifs pour la période entourant la date du formulaire 13D ; le hedge fund atteint son objectif dans le tiers des cas et partiellement son objectif dans un autre tiers des cas.

Tableau 3 : Synthèse des études empiriques

D'après cette revue des travaux sur l'activisme actionnarial, l'observation la plus intéressante est dans l'évolution des résultats et des conclusions des auteurs en fonction de la période étudiée. Les résultats qui datent d'avant la période 2000 sont plutôt mitigés. Les rendements des actions après l'activisme sont faibles que cela soit à long terme qu'à court terme. A l'inverse les études post-2000 prêtent à des conclusions plus positive de la part des auteurs tant en terme de rendements des actions que de changements dans la structure de gouvernance. Deux explications sont possibles, soit les chercheurs ont changé de perspectives dans leur recherche en ne se focalisant plus uniquement sur des critères boursiers, soit la législation post Enron a eu un effet sur la gouvernance des entreprises. Par contre, s'il y a bien un mode d'expression qui ne

change pas, c'est bien le mécanisme du vote même si son utilisation peut être plus ou moins assouplie.

3. Les biais associés au mécanisme du vote

Une des méthodes les plus communément utilisée pour connaître la préférence d'un groupe d'individus avec des opinions subjectives différentes et divergentes est le vote. Il est généralement accepté que le jugement de la majorité l'emporte sur celui de la minorité. Le raisonnement qui sous-tend ce principe est que le mécanisme du vote est statistiquement le choix *« correcte »* pour une décision collective.

3.1. Les votes stratégiques : les problèmes de passager clandestin et de rétention des droits de vote.

Il y a deux types de stratégies de vote qui peuvent être résumées par deux problèmes : le problème de passager clandestin et le problème de rétention des votes.

3.1.1. La stratégie de passager clandestin

La stratégie la plus connue est le problème de passager clandestin. Nombreuses sont les études sur le problème de passager clandestin surtout dans le cadre d'une OPA qui a été largement décrit dans la littérature. L'exemple le plus communément employé est celui où une firme initie une OPA sur une autre firme. Pour réussir, l'initiateur de l'OPA doit réunir plus de 50% du capital, ceci généralement en offrant une prime augmentant la valeur de marché des actions convoitées, une opération qui se révèle profitable aux apporteurs de titres à court terme. Or certains actionnaires qui pourraient détenir des informations plus précises sur la valeur de l'entité future issue de l'OPA peuvent estimer qu'il serait plus profitable de garder ses actions. Donc pendant que certains actionnaires de la cible apportent leurs actions à l'opération, les autres profitent du « voyage » sans apporter leurs actions afin d'obtenir la survaleur issue de la nouvelle entité. Ils profitent ainsi des investissements engagés par la nouvelle équipe dirigeante qui

supporte le coût de réorganisation de la cible et d'amélioration du management. Ce comportement stratégique des actionnaires peut être à l'origine d'une destruction de valeur et d'une perte d'efficience de la transaction. Car si un plus grand nombre d'actionnaires adoptent ce comportement de passager clandestin, il est probable que les initiateurs n'arrivent pas à obtenir les 50% de la cible et que l'OPA échoue, alors que cette opération était souhaitable et voulue par tous.

Cependant, pour que cette stratégie fonctionne, il faut que l'opération puisse se dérouler et réussir sans l'apport de certains actionnaires. C'est par leur discrétion que ces actionnaires peuvent réussir leur coup par rapport aux autres.

3.1.2. La rétention des droits de vote

L'autre stratégie, c'est la rétention des votes lors d'une transaction où il est déterminant que les actionnaires apportent leurs actions. Cette situation se présente généralement dans le cas où l'opération envisagée nécessite l'unanimité des votes des actionnaires ou au moins un taux proche de l'unanimité. A ce moment, la probabilité que le vote marginal soit décisif augmente d'autant plus. Le pouvoir des actionnaires réside dans leur capacité de blocage de la transaction. Plus leur capacité de blocage est grande et plus le pouvoir de négociation des actionnaires par rapport à l'initiateur de l'opération est grand. Dans le cas où une décision cruciale pour l'entreprise nécessite l'unanimité du vote de tous les actionnaires, certains pourraient être tentés de s'abstenir d'apporter leurs voix pour pousser la direction à leur concéder des conditions plus avantageuses que prévues, tout en sachant qu'ils apporteront leurs actions à la fin. Par le pouvoir issu de la rétention de ses actions, l'actionnaire individuel va être en position de capter une plus grand part de profit, d'ailleurs soit à son seul avantage soit à celle de l'ensemble des actionnaires ou groupe d'actionnaires.

Ici la perte de valeur et la destruction de valeur résident dans le fait que s'il y a un grand nombre d'actionnaires qui n'apportent pas leurs votes à l'opération, il est possible que l'opération échoue alors qu'elle était indispensable et souhaitée.

3.1.3. La différence entre les deux comportements opportunistes

Il est possible de résumer la différence entre ces deux stratégies de la manière suivante. Alors que le problème de passager clandestin ne peut arriver qu'avec un certain nombre d'actionnaires, un problème de rétention des votes est possible même dans le cas où même un seul actionnaire a à approuver une décision. En effet, le comportement de passager clandestin a pour origine la capacité pour un actionnaire de profiter des décisions et du comportement des autres actionnaires. Alors que dans la stratégie de rétention, l'actionnaire peut retarder sa prise de décision jusqu'à ce qu'une meilleure proposition lui soit soumise, même s'il est le seul à devoir se décider.

Comme le note Goshen (2000), les actionnaires qui retiennent leurs votes supportent le risque de faire échouer l'opération qui serait souhaitable pour eux et pour l'ensemble de la firme même dans les conditions initiales de l'offre. Ils doivent faire attention de ne pas franchir la ligne infime entre de « *durs négociations* » et des « *demandes excessives* » qui peuvent faire échouer l'opération. Lorsque la réussite d'une transaction dépend d'un seul individu, il externalise le risque de perdre la transaction sur tous les autres individus. Et dans ce sens, le problème de rétention de la décision est plus problématique dans le cas impliquant une décision collective.

3.2. Le dilemme du prisonnier et le problème de coordination

Les sociétés emploient différentes tactiques pour diminuer les risques de vote stratégiques en mettant en place des systèmes de vote élaborés. Mais, ces dispositifs ont pour conséquences en contrepartie de diminuer la capacité de négociation des actionnaires en tant que groupe.

3.2.1. Le dilemme du prisonnier

Ces tactiques de vote coercitives, selon l'expression Goshen, tendent à sanctionner les actionnaires qui s'opposent à la transaction désirée par la firme en les empêchant de profiter de la stratégie de passager clandestin ou de les mettre dans une position plus défavorable que s'ils

avaient accepté la transaction au premier abord. Ces tactiques sont les fondements du dilemme du prisonnier et du problème de coordination où contrairement aux simples stratégies de vote, les actionnaires sont mis en situation par une tierce partie. Et cette dernière, dirigeants ou actionnaire majoritaire, qui mène le jeu en élaborant des situations, où les actionnaires votant n'ont d'autres choix que de suivre la ligne tracée par ceux qui sont à l'origine de la transaction à laquelle ils doivent souscrire.

L'exemple du dilemme du prisonnier est le premier modèle à rendre compte qu'un comportement rationnel peut amener à des situations sous optimales pour toutes les parties sauf celles qui mènent le jeu[18].

Dans le cas des actionnaires, une situation analogue au dilemme du prisonnier peut se rencontrer dans le cas de la vente des droits de vote. Quand un actionnaire achète une action, il achète aussi un ensemble de droits incluant le droit au dividende, le droit de vote et le droit de distribution des actifs restants à la dissolution de la firme. Mais le droit de vote inclut également

---

[18] « Deux individus – Prisonnier 1 et Prisonnier 2 – sont suspectés d'avoir effectué un cambriolage dans une banque. Ils ont été arrêtés en possession d'une arme à feu sans permis de port d'armes. La police est persuadée qu'ils ont commis le cambriolage, mais elle n'a aucune preuve pour les faire condamner. Leur tactique est alors de séparer les deux prisonniers et de leur faire à chacun une offre. Les différents états du monde qui vont se présenter aux individus sont les suivants :

- Si les deux prisonniers avouent, le procureur leur inflige à chacun une peine de cinq ans (moitié moins que la peine de 10 ans prévue dans ce cas de figure).
- Si les deux prisonniers nient leur culpabilité, ils n'écoperont que d'une peine minimale d'un an pour port d'armes illicite.
- Si l'un confesse le crime en dénonçant son complice, il a la possibilité de bénéficier d'un statut de témoin et d'éviter ainsi la prison. Cette situation se présente pour les deux prisonniers et donc dans ce cas de figure, il y en a un qui s'en sort sans prison et l'autre avec la peine maximale de dix ans.

La leçon à tirer du dilemme du prisonnier, c'est que le respect des principes de rationalité des deux prisonniers va les pousser à avoir comme stratégie dominante la confession de leurs actes. De plus, cette stratégie n'est pas dépendante de celle de l'autre. Dans le cas du prisonnier 2, si le Prisonnier 1 ne se confesse pas, il a tout intérêt à avouer afin de bénéficier du statut de témoin et ainsi de ne supporter aucune charge, même celle de port d'arme illégal. Et, si le Prisonnier 1 avoue, le Prisonnier 2 a toujours intérêt à avouer pour bénéficier d'une peine atténuée de cinq ans au lieu de dix. »

Au final, le résultat sera toujours la confession pour les deux prisonniers. Ce résultat est un équilibre sous optimale car ils auraient pu nié tous les deux et ne subir qu'une année de prison. Le dilemme du prisonnier n'est pas un problème de coordination, mais plutôt, un problème de conflits d'intérêts. En d'autres termes, même si les prisonniers avaient coordonné leur version avant leur interrogatoire, ils n'auraient pas non plus été capables de résoudre le dilemme. Car même s'ils avaient élaboré une stratégie de dénégation, l'un d'entre eux serait toujours tenter de dénoncer son complice en étant sûr que son complice se taira. De ce fait, le complice est lui-même poussé à avouer. Et le résultat reste le même que dans le cas précédent.

le droit de modifier l'ensemble des droits associés à chaque action ou d'affecter ces droits aux décisions liées aux affaires de l'entreprise ou sur les droits des actionnaires eux-mêmes. En supposant que le droit de vote est lié aux autres droits, les actionnaires vont les utiliser dans le but de préserver ou d'augmenter la valeur de l'ensemble. Cependant, si l'actionnaire revend son droit de vote, l'acheteur pourrait ne pas se mettre à exercer ce droit avec les mêmes incitations. L'acheteur peut en effet prendre des décisions contraire à la maximisation de la valeur des autres droits et donc à la maximisation de la richesse des actionnaires qui ont cédé leurs droits de vote. Parce que l'achat des votes crée un fossé entre ceux qui détiennent les actions et ceux qui détiennent principalement le droit de vote. Ceci crée aussi un dilemme du prisonnier. Un actionnaire individuel a toutes les raisons de revendre ses droits de vote à partir du moment où un acheteur lui en offrirait un prix positif. En tant que petit actionnaire, il sait que son vote n'est pas crucial.

Dans le cadre d'une décision collective, ces actionnaires comptent sur le fait que la majorité des autres actionnaires protège leur propre intérêt en refusant de vendre leurs droits de vote. Dans ce cas, l'acheteur des droits n'a pas la capacité d'effectuer des changements importants dans la gouvernance. Le coût d'une prise de décision implique un coût informatif élevé, l'actionnaire peut espérer un profit supérieur en revendant son droit de vote plutôt qu'en le gardant. Bien sûr, si tous les actionnaires décident de vendre leurs droits de vote. Dans ce cas, les actionnaires se retrouvent dans le cadre du dilemme du prisonnier précédemment évoqué. Si l'actionnaire garde son droit de vote, il va subir une double perte. Premièrement, la part des actions qu'il détient va être diluée par le nombre de droits de vote détenus par le nouvel acquéreur qui aura tous les pouvoirs pour mettre en œuvre des changements dans la direction de l'entreprise. Deuxièmement, il aura perdu la prime proposée par l'acheteur en échange des droits de vote. Par conséquent, quelque soit le choix des autres actionnaires, il aura toujours intérêt à vendre ses droits de vote. Et identiquement au cas du dilemme du prisonnier, le problème ne peut être résolu par une coordination préalable entre les différents protagonistes puisque chaque actionnaire subit un conflit d'intérêt par rapport aux autres actionnaires. Car même si un actionnaire donné était certain que les autres ne choisissent pas de vendre, il aura une incitation encore plus grande de vendre les siennes. Il profitera de la prime sans risque de dilution.

3.2.2. Le problème de coordination

Le problème de coordination est une situation dans laquelle tous les actionnaires ont le même intérêt mais sont incapables d'atteindre leur préférence car ils leur aient impossible de se coordonner.

A partir du dilemme du prisonnier, il est possible d'illustrer le problème de coordination en modifiant le scénario de départ. Imaginons que les deux suspects aient été arrêtés sans les armes du délit. Les différents états du monde se trouvent alors être modifiés :

- Si aucun des deux ne se confessent, ils sortent libres.
- Si les deux se confessent, ils auront chacun cinq ans de prison.
- Si l'un se confesse et l'autre non, celui qui coopère n'aura qu'un an de prison alors que l'autre prendra dix ans.

Du point de vue de n'importe quel prisonnier, si l'un se confesse, l'autre a tout intérêt de le faire aussi pour éviter la peine maximale. La stratégie optimale de chacun des deux prisonniers dépend de la stratégie de l'autre. Mais si l'un nie les accusations, l'autre à tout intérêt à nier lui aussi puisqu'ils arriveront à une solution optimale pour les deux individus. Sous les hypothèses de rationalité et d'information parfaite, les deux suspects ont intérêts à nier et donc repartiront libre. Mais en soulevant l'hypothèse d'information parfaite, c'est-à-dire qu'il n'est pas possible de connaître le comportement de l'autre, ils aboutiront finalement à se confesser tous les deux. En d'autres termes, à cause de leur incapacité à coordonner leurs positions, les prisonniers vont prendre une décision qui sera à leur mutuel détriment.

Par contre, si les prisonniers sont autorisés à se rencontrer au départ, ils pourraient élaborer une stratégie, celle de nier tous les deux. Ils n'auraient d'ailleurs aucuns intérêts à s'écarter de cette stratégie puisque aucun des deux prisonniers n'auraient avantages à trahir son complice puisqu'il dégraderait sa propre situation s'il le faisait effectivement. Dans le cadre d'une situation où il y a un problème de coordination, l'intérêt personnel renforce l'alliance des deux prisonniers. Dans le cas de récidivistes, c'est-à-dire dans le cadre d'un jeu répétitif, les deux individus arriveront à se signaler les avantages de la coopération.

Les politiques de vote stratégique amoindrissent la capacité du vote à permettre un processus de décision collectif efficient. Le résultat du vote ne reflète plus la préférence du collectif, et la voix de la majorité ne représente plus le choix *« correct »* pour ce collectif.

3.2.3. Les conflits d'intérêts inhérents aux divergences d'objectifs

Les conflits d'intérêt apparaissent lorsque les individus suivent des intérêts personnels qui sont contraire à l'intérêt du groupe auxquels ils appartiennent. Sous cette hypothèse, le mécanisme du vote est perverti par le comportement opportuniste des individus qui suivent des objectifs différents de l'ensemble du groupe. La capacité du vote a révélé la préférence collective. Les conflits d'intérêts sont une des manifestations fondamentales des problèmes d'agence caractérisant la relation d'agence.

Pour illustrer le conflit d'intérêt, il est possible de prendre l'exemple d'une firme X qui veut absorber une firme Y. Normalement, les actionnaires de la firme Y votent pour savoir s'ils acceptent la fusion ou non. Le résultat du vote en l'absence de comportements stratégiques et de conflits d'intérêt est censé représenter à la fois l'opinion *« juste »* du groupe et la décision *« correcte »* pour l'entreprise.

Goshen (2000) n'évoque pas spécifiquement le terme de *« tunneling »*[19] mais c'est bien le cas qu'il décrit. Le cas où dans la même situation que la firme X et Y, il y ait un actionnaire A qui soit à la fois un actionnaire majoritaire de la firme X et l'unique propriétaire de la firme Y.
Là, il semble évident qu'il y ait un conflit d'intérêt pour l'actionnaire A. Le résultat du vote ne reflètera pas la décision du groupe dans son ensemble, d'ailleurs la décision et les modalités choisies peuvent se faire au détriment des minoritaires qui n'ont pas voix au chapitre. Puisque l'actionnaire A détient à la fois des intérêts dans la firme X et la firme Y. Etant l'unique propriétaire de la firme Y, il a tout intérêt à faire remonter les bénéfices et les ressources de la firme X vers la firme Y afin d'être l'unique bénéficiaire de la redistribution de la création de valeur.

Un autre cas plus subtil de conflit d'intérêt provient de l'introduction d'actions à droit de vote multiple. En France, ce sont surtout les droits de vote double qui sont le plus répandus. Cette

[19] Cf. Note 7.

mesure est généralement présentée comme une mesure de fidélisation voir de récompense pour les actionnaires. Mais, cela a pour conséquence de créer deux classes inégalitaires d'actionnaires. L'introduction du droit de vote double dans les statuts est généralement assortie d'une condition de détention de 2 à 6 ans et la revente de l'action fait perdre le bénéfice de ce droit. L'interprétation du conflit d'intérêt est simple, l'actionnaire majoritaire a une plus grande incitation à détenir ses actions sur un horizon temporel plus long que les actionnaires minoritaires. Et donc au fur et à mesure que les actionnaires minoritaires revendent leurs actions, les majoritaires voient leur contrôle augmenté, tout en détenant moins de 50 % du capital de l'entreprise. L'actionnaire de contrôle peut par exemple s'opposer à une OPA.

En résumé, les conflits d'intérêt perturbent la capacité du mécanisme de vote à refléter la préférence collective, puisque le vote majoritaire ne représente plus le choix *« correct »* pour le groupe d'actionnaires dans son ensemble.

3.3. La nature des solutions : les règles de propriété et de responsabilité[20]

La résolution des problèmes de conflits d'intérêt et de vote stratégique ne représente qu'une partie des éléments d'un plus vaste débat autour de la nature des solutions pour protéger les droits de propriété. Les articles de Calabresi et Melamed (1972), Kaplow (1992) et Shavell (1992) s'interrogent sur un des problèmes fondamentaux du Droit qui est de savoir si les droits de propriété doivent être protéger avec des règles de propriété ou des règles de responsabilité.

3.3.1. Définitions des règles juridiques

Les « *property rules* », c'est-à-dire les règles régissant les biens si l'on voulait réellement retranscrire l'idée en français vont être définis ici comme les règles de propriété. Donc les règles de propriété sont définies en générales comme la garantie par l'Etat de l'allocation des droits de propriété à travers la menace de l'exercice de son pouvoir de police contre les infractions faites sans consentement de la personne atteinte à ces droits. Quant aux « *liability rules* », elles peuvent se traduire comme les règles de responsabilité. Dans ce cas de figure, l'Etat a pour rôle de

[20] Ce sont les traductions des termes « Property rules » et « Liability rules ».

décourager toutes les violations aux droits de propriété en exigeant des transgresseurs l'indemnisation des victimes pour les préjudices subis.

D'après Kopp (2001), la règle de Calabresi et Melamed constitue l'un des pivots de l'analyse économique du Droit. Sous un régime de responsabilité, l'individu, qui déclenche un transfert involontaire pour l'autre partie, lui doit une compensation, celle-ci est calculée au prix du marché. Si les coûts de transaction sont élevés, les individus mettraient trop de temps et dépenseraient trop d'argent avant de conclure, ex-ante, un accord destiné à prévoir la marche à suivre dans tous les cas envisageables d'empiètements des droits de l'un sur ceux de l'autre. Puisqu'il est impossible de renoncer à de tels échanges, certes involontaires mais totalement inévitables, la mise en place d'une règle de responsabilité garantit aux éventuelles victimes d'être dédommagés. Cependant, même lorsque les deux parties sont d'accord pour faire jouer la responsabilité et pour procéder à un échange compensatoire, la règle peut être difficile à mettre en œuvre. En effet, le problème de ce type de mécanisme réside dans le fait que l'échange involontaire peut ne pas être économiquement efficient. Alors, le montant de la compensation qui est censé égal à la valeur de marché du dommage peut ne pas être égal à la valeur attribuée par le perdant au bien qui lui a été pris.

Inversement, les règles de propriété sont mieux appropriées lorsque les coûts de transaction sont bas. Sous une règle de propriété, le viol du droit d'autrui est condamnable. La seule façon légale de transférer un droit consiste à en acquérir la propriété par l'échange. Lorsque les transferts sont consensuels, le risque de voir intervenir des échanges inefficients diminue car les parties sont censées savoir protéger leur intérêt. La loi pénale[21] doit donc être considérée, du

[21] Interpréter la loi pénale suivant la règle canonique de Calabresi et Melamed, c'est-à-dire comme un vecteur de l'efficience économique, n'est pas toujours satisfaisant. Il existe des situations où l'économiste devrait recommander l'utilisation de règle de propriété et où la loi préfère la responsabilité, et inversement. Lorsque les coûts de transaction sont bas, la règle de propriété devrait s'appliquer. De nombreuses activités qui répondent à ces caractéristiques (le transfert des droits de propriété, par exemple) sont pourtant interdites par la loi. C'est également le cas des crimes dits « sans victimes » comme la corruption, alors que le corrupteur et le corrompu pourraient se mettre d'accord entre eux assez rapidement et sans coûts de transaction exorbitants. Ainsi, au regard de la règle de Calabresi et Melamed, il faudrait légaliser la corruption et donner le droit aux uns d'acheter la probité des autres. Inversement, il existe des situations où les coûts de transaction sont élevés et où la règle de responsabilité devrait donc s'appliquer alors que la loi exige à juste titre, une compensation supérieure à la valeur de marché nécessaire pour indemniser la victime. Dans le cas des chèques sans provision, les coûts de transaction sont élevés et selon la règle formelle devrait relever de l'application de la responsabilité civile. Mais ce n'est pas l'orientation retenue par le

point de vue économique comme une façon de garantir que seuls les échanges efficients sont effectués. L'idée conventionnelle dans la théorie juridique est que les règles de propriété s'appliquent pour la protection des biens tangibles alors que les règles de responsabilité s'appliquent contre les externalités produites par autrui.

D'après Goshen (2000), une règle de propriété est une approche ex ante aux problèmes de vote stratégique et de conflit d'intérêt. Ceci implique qu'un accord ne peut être exécuté qu'après une transaction consensuelle basée sur l'estimation subjective du vendeur. Alors qu'une règle de responsabilité est une approche ex post qui implique que le transfert ou le changement de ce qui revient de droit à un individu peut être contraint par n'importe quelle personne ayant la volonté de payer la valeur objective de ce droit estimée par un tribunal ayant statué sur le dommage subi.

Il y a deux éléments clés qui soulignent la distinction entre règles de propriété et règles de responsabilité.

En premier, c'est la méthode d'estimation. Les règles de propriété sont caractérisées par une méthode d'estimation subjective. Toutes les parties à la transaction doivent déterminer ex ante si elles trouvent l'accord valable. A l'inverse, dans le cadre des règles de responsabilité, c'est la valeur objective qui est la règle standard. Il est donc possible que l'accord ne soit pas du goût de tout le monde. Cependant, c'est au tribunal de déterminer la valeur de la transaction basée sur une estimation objective.

Une deuxième différence repose sur la division du surplus. Une transaction volontaire génère un surplus car les deux parties à la transaction attachent une valeur différente à l'accord. Avec une règle de propriété, chaque partie peut négocier librement et arriver à s'approprier une large part du surplus pour elle-même. Avec une règle de responsabilité, cependant, une des parties est contrainte de rentrer dans une transaction et ne négocie pas pour le surplus du tout. Donc, jusqu'à une transaction efficiente se fasse jour ex post, la partie forcée à la transaction va plus que certainement s'assurer la plus grande part du surplus.

---

droit positif, les sanctions frappant les émetteurs de chèques sans provisions ne servent pas à compenser les victimes mais plutôt à dissuader un tel comportement.

Le choix entre les deux règles est basé sur l'arbitrage entre les coûts de négociation accompagnant une règle de propriété et les coûts du jugement accompagnant une règle de responsabilité. Ces coûts sont, en retour, dépendants des spécificités des conditions du système économique et juridique d'un pays donné.

3.3.2. L'application des règles aux votes stratégiques et aux conflits d'intérêts :

Afin de trouver des solutions au vote stratégique, le législateur a la possibilité de choisir entre les deux formules, ce choix dépendant des caractéristiques des conditions du vote. Dans le cas où le vote est contraint, il est impossible pour des actionnaires minoritaires d'initier une transaction et d'aboutir à un accord ex ante. A partir du moment où l'accord n'est pas consensuel, les actionnaires devraient avoir le droit de demander réparation aux tribunaux afin qu'il détermine la valeur de la transaction ex post. En d'autres termes, à partir du moment où les actionnaires sont forcés d'accepter un accord, ils devraient avoir le droit d'avoir une estimation objective. En résumé, s'il existe une législation qui empêche les possibilités de vote coercitif, les règles de propriété peuvent s'appliquer à la transaction. L'estimation de la transaction est subjective. Dès que la transaction est volontaire, les actionnaires déterminent si oui ou non l'accord a une valeur qui leur convient. Mais dès lors que de telles protections n'existent pas une règle de responsabilité doit s'appliquer puisqu'un accord partial est impossible ex ante.

Pour les conflits d'intérêt, le choix entre les règles de propriété et de responsabilité dépend de la procédure choisie pour caractériser les solutions. L'auteur distingue deux solutions, le test d'équité (*the fainess test*) et le test de la « *majorité de la minorité* » (the « *majority of the minority* » test). Le test d'équité suppose que la majorité peut forcer les minoritaires à accepter la transaction à partir du moment où un dédommagement équitable était établi ex post. La règle de l'équité met en place un régime de transactions involontaires, et remplace les estimations subjectives du groupe d'actionnaires contestataires par une mesure objective. Pour cette raison, c'est une règle de responsabilité. Par contre, le test de la « *majorité de la minorité* » empêche l'initiateur de voter laissant la décision de la transaction à des actionnaires libres d'intérêts. Ces actionnaires libres d'intérêts peuvent souscrire ou non à la transaction sur la base de leurs

estimations subjectives de l'opération. Cette façon de procéder fournit une protection ex ante et ainsi peut se définir comme une règle de propriété.

La différence entre les deux types de solutions réside surtout dans la division du surplus. Dans le cas d'une résolution ex post, c'est surtout l'initiateur de l'opération qui est gagnant dans la mesure où les tribunaux trouvent généralement un prix qui appartient au spectre des prix efficient, donc si l'offreur paye un prix faible mais dans les prix efficients, l'accord sera validé. Mais si un accord doit être trouvé ex ante avant que la transaction se fasse comme dans le cas de la règle de la « *majorité de la minorité* », cela favorise les minoritaires car il leur est possible d'obtenir une part plus grande du surplus.

Les différentes solutions aux votes stratégiques et aux conflits d'intérêts dépendent de la configuration de la doctrine juridique. L'activisme actionnarial est une réaction à l'environnement organisationnel de la firme.

II- L'activisme actionnarial : réponse à une défaillance du système organisationnel de la firme

Les juristes comme les économistes se sont longtemps penchés sur le principe de représentation qui est une institution fondamentale autour de la relation contractuelle. Les déviances sont liées à la nature de la relation et à l'incomplétude des contrats.

1. La représentation dans la théorie juridique

Sa définition même donne une idée de la richesse de ses applications possibles : c'est le mécanisme par lequel une personne *« le représentant »* accomplit un acte juridique pour le compte et au nom d'un autre *« le représenté »* de telle sorte que les droits et obligations nés de l'acte juridique se fixent sur la personne du représenté. Dans la théorie de l'agence, les deux fonctions sont désignées par la relation entre le *« principal »* et *« l'agent »* qui le représente.

C'est une institution qui peut être construite sur un mode contractuel, hypothèse sur laquelle est fondée une grande partie de la théorie économique. Le représenté donne pouvoir au représentant de passer en son nom un acte juridique. C'est un contrat, c'est le contrat de mandat

(art. 1984 et s. du Code Civil). Le mandataire ou représentant se présente comme tel dans les contrats qu'il passe et désigne à son partenaire, qui l'accepte, la véritable partie du contrat. C'est le contrat initial qui permet à l'institution de fonctionner et qui détermine les pouvoirs du représentant. Mais il est possible d'utiliser cette institution en dehors de tout contrat. La gestion de certains intérêts d'autrui peut être assurée par des représentants dont les pouvoirs sont déterminés par la loi ou le juge. Comme dans le cas d'une mise sous tutelle ou dans les cas des sociétés en difficulté avec la nomination d'un mandataire de justice.

Le déclin du rôle de la volonté individuelle dans le mécanisme s'est notamment manifesté dans le droit des groupements et plus particulièrement des sociétés commerciales. C'est à juste titre que l'on qualifie d'organes les « *pièces* » des groupements : les assemblées générales, les gérants, les administrateurs. Les personnes morales s'expriment par leurs organes dans le cadre de leur compétence. Et au sein des groupements, il s'en faut de beaucoup que ces organes soient des « représentants » de la volonté des membres. Pour parler en termes d'analyse politique, la société anonyme est passée schématiquement par trois phases : une phase de démocratie quasi directe, une phase de démocratie représentative, une phase de « *démocratie présidentielle* ». Les anciens représentants tendent à devenir des chefs, à détenir le pouvoir économique réel. Cette croissance des pouvoirs propres des représentants les transforme en dirigeants. Qu'elle soit le résultat de la concentration du pouvoir en économie capitaliste ou commandée par les nécessités techniques de l'entreprise, cette tendance est fondamentale. Elle aboutit à faire des représentés des sujets.

La représentation était essentiellement considérée comme une situation subjective (impliquant l'examen de la volonté des représentés) à une situation objective (il y a des normes générales, des statuts de la représentation). Pour une part, la référence à la volonté du représenté était déjà une fiction à l'époque libérale. Dans la gestion des affaires (fait juridique), le législateur s'est demandé ce qu'aurait fait un propriétaire avisé pour apprécier le comportement du gérant. Mais dans le cas de représentations conventionnelles (les mandats), le contrat ne précisera pas d'une façon précise ce que le mandant attend des mandataires. Ce sont des critères objectifs qui fixeront les pouvoirs des représentants. Ceci est tout à fait remarquable en ce qui concerne les organes des sociétés commerciales. Jusqu'en 1966, les pouvoirs des organes sociaux étaient déterminés par les statuts de la société (sauf pour les pouvoirs des gérants dans les SARL).

Depuis la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés, les pouvoirs des représentants sociaux sont fixés par la loi. Sans doute, les statuts peuvent modifier les pouvoirs des représentants sociaux, les limiter, mais alors ces limitations seront inopposables aux tiers. C'est-à-dire que la société, personne morale, sera valablement engagée par son représentant qui a passé un acte relevant de sa compétence suivant la loi mais dépassant ses pouvoirs statuaires. Cette évolution vers l'objectivisation des représentants s'explique aisément. C'est une question de sécurité des relations juridiques. La représentation est une pratique trop fréquente pour abandonner au subjectivisme, voire à la fantaisie des volontés des mandants, les pouvoirs de ceux qui les représentent. Il faut que ceux qui ont affaire à telle catégorie de représentants sachent d'emblée quels sont leurs pouvoirs sans avoir de vérifications à faire. Reste, bien entendu, que le représentant qui a dépassé ses pouvoirs devra en rendre compte à ses représentés : il sera à leur égard contractuellement responsable des dommages causés par ses dépassements.

Dans la rigueur des principes de la représentation, le représentant ne peut agir que dans la limite des pouvoirs qu'il a reçu et, s'il les dépasse, le représenté n'est pas engagé. Les actes accomplis par un représentant qui a dépassé ses pouvoirs sont inopposables aux représentés.
Aussi bien, il appartient au cocontractant de s'informer des pouvoirs de celui qui se présente comme représentant. Si c'est un représentant légal, il lui sera appliqué l'adage relatif à la connaissance de la loi. Si c'est un mandat conventionnel, il peut exiger du représentant la preuve de ses pouvoirs (la procuration), éventuellement de les vérifier.

Pourtant, ces vérifications sur l'existence et les limites des pouvoirs du mandant ne sont pas toujours faciles. La multiplication des situations où une partie est représentée, comme aussi la rapidité des transactions à l'époque actuelle fait de ces vérifications un obstacle au développement du commerce juridique. Le Code Civil disposait déjà que les liens de représentations étaient maintenus à l'égard des tiers au cas de révocation du mandat ou de mort du mandant, lorsque ces faits sont inconnus des tiers et du mandataire lui-même (art. 2008, 2009). La jurisprudence a élaboré, pour protéger les tiers, la théorie du mandat apparent. Elle a évolué en élargissant sensiblement la théorie pour mieux protéger les tiers. En définitive, elle invoque trois fondements possibles pour qu'une personne soit engagée par un mandataire apparent : la faute du mandant, la croyance légitime du tiers qui a contracté avec le mandataire, la théorie générale de l'apparence exigeant une erreur commune.

La représentation implique des obligations entre le représentant et le représenté. Le représenté a l'obligation de remplir son mandat de façon diligente suivant un critère abstrait s'il est rémunéré (« *le bon père de famille* »). Il a, en tout état de cause, une obligation de loyauté à l'égard du représenté (prendre soin de ses intérêts, l'informer des éléments dont il a connaissance et qui pourraient modifier sa décision de contracter). Il a l'obligation de rendre compte de son mandat. Le représenté a normalement l'obligation de rémunérer les services du représentant. Mais cette obligation peut varier suivant les situations. La jurisprudence exerce, d'une façon hardie, un contrôle des rémunérations des mandataires. Cette jurisprudence s'appuie sur l'article 1999 du Code Civil relatif au mandat, qu'elle interprète d'une façon artificielle et même contraire à son esprit. En réalité, ce contrôle des rémunérations de certaines activités est traditionnel, il remonte au droit romain. C'est un des cas les plus remarquables de jurisprudence prétorienne. Elle est justifiée par plusieurs raisons : suivant la tradition, la représentation ou l'assistance à autrui ne doivent pas donner lieu à des profits excessifs (certaines activités impliquent un certain désintéressement). A l'époque contemporaine, il est nécessaire de protéger les « *mandants* » qui ne sont que des clients, contre des « *notes* » excessives dont ils peuvent être victimes. L'explosion ces dernières années de la rémunération des dirigeants est l'expression la plus visible de la possibilité d'abus qui vont jusqu'à des actions plus souterraines tels que le « *tunneling* ».Il existe tout un spectre de moyens de diversion de la richesse des actionnaires (minoritaires) aux profits des dirigeants et des actionnaires de contrôle. La problématique n'est pas nouvelle. Elle remonte aux origines de l'économie politique pour être formalisée plus spécifiquement par la théorie des droits de propriété et de l'agence.

2. La prise en compte des déviances à l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires

Déjà en 1776, dans la "*Richesse des nations*", Adam Smith se posait la question de la vigilance des directeurs de "*joint-stock companies*" qui avaient la charge de diriger des firmes dont le capital ne leur appartenait pas et dont les propriétaires ne pouvaient surveiller les actions. Il posait ainsi les problématiques des futures théories des droits de propriété et de l'agence concernant la séparation entre gestionnaire et propriétaire et les moyens de contrôle de la firme managériale par ces derniers. Pourtant cette intuition géniale d'Adam Smith fut oubliée et

occultée pendant plusieurs siècles par la suprématie de la firme néoclassique, entité rationnelle et calculatrice, mais pourtant impalpable. La remise en cause fut lente et progressive.

L'analyse de la firme n'est d'abord qu'une composante de la théorie des prix et de l'allocation des ressources. La firme a pour fonction la transformation d'inputs en produits, et ceci de manière parfaitement efficiente, puisqu'il est présupposé qu'elle ait une connaissance et une maîtrise parfaite des techniques disponibles. En l'absence d'incertitude, elle est réduite à une boîte noire sans épaisseur et sans vie. Le paradoxe de cette vision de la théorie néoclassique standard réside dans le traitement d'une entité collective en agent individuel, qui par conséquent introduit une composante holiste dans un système qui se veut purement individualiste. Pour tenter de donner quelque réalisme à une représentation qui n'en possédait aucune, une première ligne de réflexion a consisté à faire des hypothèses différentes sur les objectifs de la firme et donc de l'entrepreneur.

Dès 1932, Berle et Means (1932, p.6) remarquaient que « *la séparation de la propriété du contrôle produisait une situation où les intérêts des propriétaires et des managers pouvaient, et le plus souvent le faisaient, diverger…* ». Par conséquent, cette séparation de la propriété et du contrôle caractéristiques des firmes capitalistes avait des coûts. Dans leur livre, "*The Modern Corporation and Private Property*", ils avaient indiqué qu'une des caractéristiques centrales de la firme "moderne" étaient donc la séparation entre les propriétaires (actionnaires) et les dirigeants salariés de l'entreprise, mais en charge de la conduite réelle des affaires et des décisions. Cette séparation implique dans le cadre de l'individualisme méthodologique la présence de deux fonctions objectifs différentes et donc de deux fonctions d'utilité différentes. La question du conflit d'objectif se pose alors comme une question centrale de la réflexion, une réflexion qui suscita une littérature abondante.

Berle et Means (1932) pensaient que la séparation de la propriété du contrôle était le point de départ d'une norme historique et d'un sérieux problème économique. Cependant, cette séparation fut une solution très efficiente au problème de prise de décision dans les grandes firmes.

L'absence de fonction objectif commune aux différents agents d'une organisation est compensée par des mécanismes organisationnels formalisés par Arrow (1974). Les agents économiques s'adaptent en modifiant leurs modes de coordination.

2.1. Les travaux de Arrow sur la prise de décision dans les organisations

Les travaux de Arrow (1974) identifient deux mécanismes : le « *consensus* » et l' « *autorité* ». Le consensus est utilisé dans les cas où tous les membres de l'organisation détiennent une information et des intérêts identiques, ce qui facilite les prises de décision collective. A l'inverse, les prises de décision basées sur l'autorité sont préférées lorsque tous les membres de l'organisation ont des intérêts et des niveaux d'information différents les uns des autres. Parce que les décisions collectives sont impraticables dans de telles situations, les structures basées sur l'autorité sont caractérisées par l'existence d'une agence centrale à qui toute l'information pertinente est transmise et qui se donne le pouvoir de prendre des décisions irrévocables sur l'ensemble de l'organisation.

Le système de prises de décision dans les petites entreprises correspond typiquement au modèle de décision basé sur le consensus de Arrow. Mais à mesure que la firme grandit, le système par consensus devient moins praticable. Et au moment où l'on en arrive à la firme de Berle et Means, le système devient totalement impraticable. C'est là que la firme managériale moderne est en parfaite adéquation avec le modèle d'autorité d'Arrow. Ni les actionnaires et ni les autres constituants de la firme n'ont les informations et les incitations nécessaire pour prendre des décisions sur chaque question opérationnelle ou politique.

Dépasser les problèmes d'action collective qui empêchent une participation significative des actionnaires serait difficile et coûteux. Et même sans cela, les actionnaires préfèreront irrévocablement déléguer leur pouvoir de décision à un groupe plus restreint.
La séparation de la propriété et du contrôle par la délégation de l'autorité à une entité centralisée distincte des actionnaires est ce qui a permis aux grandes firmes par action d'être réalisable.

L'argument économique de base contre l'activisme actionnarial devient ainsi évident. L'implication de tous les acteurs dans les prises de décisions au sein des firmes de grande taille rend impraticable le fonctionnement du mécanisme de la firme de Berle et Means (1932), c'est-à-

dire, la centralisation des décisions essentiellement discrétionnaires aux mains de l'autorité centrale des managers. La vertu principale de la firme selon ces auteurs n'est pas à proprement parler de permettre l'agrégation de grandes sources de financement du capital, comme certains auteurs l'ont suggéré, mais bien la possibilité de fournir une structure hiérarchique de prise de décision qui répond parfaitement au problème de fonctionnement des grandes firmes managériales avec de nombreux employés, cadres, actionnaires, créanciers et autres partenaires. Dans une telle firme, quelqu'un doit être en charge des affaires : « *Sous la condition d'information largement dispersée et le besoin de prise de décision rapide, le contrôle autoritaire au niveau tactique est essentiel au succès* » Arrow (1974, p.69). Tandis que Roe M.J. (1994, p.184) soutient que l'activisme actionnarial « *diffère, au moins dans la forme, du complet déplacement de l'autorité des managers* » aux investisseurs institutionnels, c'est en fait seulement une différence de forme. L'activisme actionnarial demande nécessairement des investisseurs qu'ils vérifient les décisions des managers, qu'ils interviennent quand les performances des dirigeants vacillent, et qu'ils exercent leur droit de vote pour effectuer des changements dans la politique générale ou dans le personnel. Dans un sens, donner aux investisseurs institutionnels le pouvoir de vérifier les décisions diffère très peu de leur donner le pouvoir en première instance : « *Si chaque décision de A doit être soumise à l'accord de B, alors tout ce que l'on a réellement est un déplacement de l'autorité de A vers B et par conséquent nous n'avons toujours pas de solutions au problème originel* » d'allocation du contrôle sous la condition de divergence d'intérêt et de différents niveaux d'information.

Arrow (1974) explique que même en pensant que les investisseurs institutionnels ne veulent probablement pas intervenir dans leur portefeuille de firmes, le fait qu'ils aient le pouvoir de vérifier les décisions importantes déplace inévitablement une fraction de l'autorité des managers vers eux.

La théorie des droits de propriété apporte une réponse différente au problème du contrôle en résolvant le dilemme de la séparation par la confusion du rôle de contrôleur avec celui de créancier résiduel.

2.2. La théorie des droits de propriété

Une des réponses apportées par les tenants de l'approche classique fut la constitution de la théorie des droits de propriété, notamment avec les travaux d'Alchian et Demsetz (1972). Elle se propose de montrer comment différents types et systèmes de droits de propriété agissent sur le comportement des agents individuels, et comment ainsi dans une économie où les rapports contractuels sont libres, le type et la répartition des droits de propriété qui assurent l'efficience la plus grande tendent à s'imposer. L'existence de droits de propriété garantis et aliénables sur les produits et les ressources productives serait la condition du fonctionnement d'une économie décentralisée et de la coordination d'activités productives spécialisées. La fonction première des droits de propriété est de fournir aux individus des incitations à créer, conserver et valoriser des actifs.

Cette déviance est conventionnellement définie comme incluant toutes les actions menées par un membre d'une équipe de production qui divergent de l'intérêt de l'équipe en tant que tout. De tel sorte que, les déviances comprennent non seulement les tricheries, mais aussi les négligences, les oublis, les incapacités, et les erreurs de « *bonne foi* ». En d'autres termes, la déviance est simplement l'inévitable conséquence d'une rationalité limitée et d'un comportement opportuniste.

Un propriétaire unique sans agent va internaliser tous les coûts de déviances, car son arbitrage optimal effectué entre travail et loisir est, par définition, le même que l'optimum de la firme. Les agents de la firme ne vont pas internaliser tous les coûts de déviances, le principal récolte les fruits du travail de l'agent, mais l'agent reçoit toute la valeur de ses actions déviantes. Alchian et Demsetz (1972) en offrent une illustration au travers de deux déménageurs qui doivent soulever un lourd carton dans un camion. La productivité marginale de chaque travailleur est difficilement mesurable et leur production commune est difficilement séparable en composant individuel. Dans une telle situation, obtenir l'information sur la productivité de chaque membre et récompenser chaque membre en fonction de son effort seraient très difficile et coûteux. En l'absence de telles informations, cependant, la désutilité du travail donne une incitation à chaque membre de faire l'effort le plus faible possible car la rétribution du travail n'est pas liée à sa conscience professionnelle.

Le modèle d'Alchian et Demsetz (1972) incite à se poser la question : qui contrôle les contrôleurs ? Dans toute organisation en équipe, il doit y avoir un agent dédié à la surveillance des autres (« *the ultimate monitor* ») qui soit suffisamment incité pour s'assurer de la productivité de la firme sans lui-même avoir à être surveillé. Autrement, on se retrouverait avec une série infinie de contrôleurs contrôlant des niveaux plus bas de contrôleurs.

Alchian et Demsetz ont résolu ce dilemme en confondant le rôle du contrôleur avec celui de créancier résiduel. Son revenu dépendant du succès de son contrôle payé sous la forme d'une créance résiduelle, il va être encouragé à détecter et à sanctionner les comportements déviants. Malheureusement, à cause de la séparation entre propriété et contrôle, elle ne décrit pas la firme capitaliste moderne. En tant qu'agrégat de créanciers résiduels, les actionnaires devraient agir pour la firme en tant que contrôleur ultime. Alors que les institutions et les lois fournissent aux actionnaires des prérogatives et des droits de vote pour agir, droits qui sont différents des autres partenaires de la firme tels que les salariés, les créanciers....

En général, les actionnaires des grandes firmes par actions n'ont ni le pouvoir légal, ni la capacité pratique et ni non plus le désirent d'exercer le type de contrôle nécessaire à la surveillance des agents. C'est pourquoi il est intéressant de s'intéresser à la vision de l'individu proposer par Jensen et Meckling, notamment au travers du modèle REMM qui est sous-entendu dans l'article de 1976 mais qui ne sera formalisé qu'en 1994, dans un article intitulé tout simplement, "*The Nature of Man*". Article lui-même complété par le modèle PAMM, dans "*Self Interest, Altruism, Incentives, and Agency Theory*".

2.3. Le modèle REMM

Pour M.C. Jensen, la compréhension du comportement humain est fondamentale pour l'analyse des fonctions des organisations, que ce soit des firmes capitalistes à but lucratif, ou non lucratif, ou des agences gouvernementales. Cependant, il ne s'agit pas comme le précisent l'auteur de représenter le comportement humain de façon à expliquer des comportements d'individus particuliers. Car l'utilité d'un modèle explicatif de la nature humaine dépend de sa capacité à expliquer un vaste champ de comportements sociaux. C'est pourquoi l'auteur a avant

tout cherché à définir des grands traits, des traits trop détaillés limitent les capacités exploratoires d'un modèle car les individus diffèrent trop des uns des autres. Bien que cela semble complexe de premier abord, il n'en est rien car chacun de nous possédons une représentation de ce modèle dans notre vie de tous les jours. Chaque jour des choix doivent être faits, des arbitrages rendus qui obligent à renoncer à une certaine quantité d'une chose pour en obtenir une autre.

Il faut noter au passage le caractère purement positiviste du cadre d'analyse de ce modèle de comportement qui s'inscrit dans le cadre du paradigme des approches rationnelles.

Jensen et Meckling justifient leur construction théorique par la supériorité de son pouvoir prédictif relativement aux modèles concurrents : le modèle néoclassique standard, le modèle sociologique, le modèle psychologique et le modèle politique.

Le modèle retenu par les deux auteurs comme ayant le plus grand pouvoir prédictif est le modèle REMM, pour The Ressourceful, Evaluative, Maximizing Model. Ce modèle repose sur quatre postulats :

- Les individus se préoccupent de tout ce qui est source d'utilité ou de désutilité (éléments pécuniaires ou non) : savoir, indépendance, altruisme, honneur…Ils font des substitutions et des arbitrages. La valeur est une notion relative et elle est décroissante des quantités consommées. Les individus sont des "*évaluateurs*". Ils sont à même de faire des arbitrages entre les différentes sources d'utilité et leurs préférences sont transitives.
- Les individus sont insatiables. Ils préfèrent toujours plus que pas assez. Le REMM ne peut jamais être rassasié par les choses matérielles ou non matérielles.
- Les individus sont maximisateurs. Ils maximisent une fonction « objectif » sous contraintes. La santé, le temps, les lois physiques de la nature sont autant de contraintes qui restreignent les opportunités des individus. Ils sont aussi contraints par la limite de leur propre savoir. Les choix effectués tiennent compte des coûts d'acquisition du savoir et de l'information.
- Les individus sont créatifs et savent s'adapter ; ils sont à même de prévoir les changements de leur environnement, d'en évaluer les conséquences et d'y répondre en créant de nouvelles opportunités.

Ce modèle ne fait que réaffirmer le primat de l'approche classique. Comme l'écrivent les auteurs dans leur article de 1994, "*REMM est le produit de plus de 200 ans de recherches et de débats en sciences économiques, sciences sociales, et philosophie*". D'ailleurs, il est possible de

retrouver chez A. Smith cette citation qui d'une certaine manière résume les mécanismes d'une relation d'agence : "*Mais l'homme a presque continuellement besoin de ses semblables, et c'est en vain s'il se fiait à leur seule bienveillance. Il sera bien plus sûr de réussir, s'il s'adresse à leur intérêt personnel et s'il les persuade que leur propre avantage leur commande de faire ce qu'il souhaite d'eux.*" C'est bien là résumé l'objectif de toutes les différentes mesures d'incitations proposées par le principal à l'agent, ou les mesures de dédouanement de l'agent au principal sont là pour convaincre l'agent qu'il est dans son propre intérêt d'agir dans le sens du bien-être du principal.

La théorie de l'agence met en lumière les risques de déviation qu'implique une relation contractuelle. Les investisseurs courent un risque à cause des hypothèses de comportements de dirigeants. Les actionnaires faces aux risques d'expropriation cherchent à exercer plus que leur droit aux cash-flows grâce aux pouvoirs de contrôle attachés à leurs titres de propriété.

2.4. Du droit aux cash flows à l'exercice de leurs pouvoirs de contrôle

La protection des investisseurs devient cruciale dans beaucoup de pays, car l'expropriation des actionnaires minoritaires et des créanciers par les actionnaires de référence est en recrudescence. Quand les investisseurs externes financent des firmes, ils subissent le risque, parfois quasi certain, que leur retour sur investissement ne se matérialise jamais car les actionnaires de référence ou les dirigeants les ont exproprié.

2.4.1. La ponction sur les cash-flows

L'expropriation peut prendre des formes variées. Dans certains cas, les dirigeants peuvent tout simplement voler les profits. Dans d'autres cas, les dirigeants peuvent vendre les outputs, les actifs, ou des titres additionnels de la firme à une autre firme qu'ils contrôlent à un prix inférieur à celui du marché. De tels transferts de prix, de décompositions d'actifs, et de dilution de la propriété, pourtant souvent légal, ont largement les mêmes effets que le vol pur et simple des actionnaires. En général, l'expropriation est reliée aux problèmes d'agence décrits par Jensen et Meckling (1976). L'approche légale est une des réponses aux problèmes de limitation de

l'expropriation qui dégrade le fonctionnement du système financier. Le thème central de cette approche est la protection des investisseurs externes au travers du système légal, c'est-à-dire à la fois les lois et leurs applications. Bien que les réputations et les bulles spéculatives peuvent aider à lever des fonds. La diversité des situations institutionnelles dans les lois et leurs applications est un élément central pour savoir pourquoi les firmes lèvent plus de fonds dans certains pays que d'autres. Les actionnaires potentiels et les créanciers financent les firmes car leurs droits sont protégés par la loi.

L'approche légale de la gouvernance d'entreprise est une continuation naturelle du champ d'études développées depuis 40 ans. Modigliani F. et Miller M. (1958) pensaient les firmes comme des collections de projets d'investissement et des cash-flows que ces projets créaient, et par conséquent, ils interprétaient les titres tels que les dettes et les actions comme des créances attachées à ces cash-flows. Mais ils n'expliquaient pas pourquoi les managers devaient verser ces cash-flows aux investisseurs.

Jensen et Meckling (1976) soulignent que le reversement des cash-flows des projets aux investisseurs n'était pas garanti, et que les dirigeants de la firme pouvaient utiliser ces ressources à leurs propres profits. Dans leur modèle, c'est la situation de créanciers résiduels des managers qui les contraignent à verser des dividendes plutôt qu'à consommer les ressources de la firme. L'estimation de la génération des cash-flows par une entreprise est complexe. La difficulté de cet exercice réside dans les trois dimensions que sont : la durée de l'avantage compétitif qui les rend possibles, la nature de ces cash-flows et le périmètre de leur génération.

Les risques majeurs sont de nature plus stratégique que financière ou opérationnelle. Les risques sont multiples, mais surtout, interdépendants. Pris isolément, deux risques dont la probabilité d'occurrence et l'impact sur la création de valeur sont faibles peuvent avoir un impact important lorsqu'ils sont concomitants.

Enfin, appréhender la répartition de la valeur entre les parties prenantes devient plus complexe. La globalisation des entreprises et l'apparition de clientèle financière prête à acheter des produits innovants ont permis le développement de structures hybrides ou de pratiques

managériales dont les conséquences sont souvent difficiles à apprécier (les prix de transfert, ou la déconsolidation de certains actifs). Cette complexité permet aux managers ou aux actionnaires majoritaires d'effectuer des choix de répartition qui peuvent potentiellement léser les minoritaires ou les créanciers. Il appartient au gouvernement d'entreprise de s'assurer de l'équité et de la régularité de ce processus de répartition. Les entreprises ont mis en place des systèmes de gouvernance qui sont tous calqués sur les mêmes recommandations. Mais, force est de constater que Enron et Tyco étaient considérés comme des entreprises modèles dans ce domaine. Leur expérience montre que le simple respect des critères de bonne gouvernance n'est pas toujours suffisant.

Dans une note, l'agence Standard & Poor's mentionne quelques situations anormales qui ont eu un impact négatif sur la solvabilité de l'émetteur :

- l'utilisation des ressources à des fins personnelles ou étrangères à l'entreprise par un groupe d'actionnaire dominant
- des rémunérations de dirigeants non maîtrisées
- des systèmes de primes qui compromettent la stabilité à long terme pour encourager des profits à court terme
- un contrôle insuffisant de l'intégrité de l'information comptable qui a eu pour conséquence une augmentation de la dette et du risque de liquidité.

L'ensemble de ces situations défavorables à la maximisation de la valeur pour les actionnaires peut amener ces derniers à vouloir exercer leur droit de contrôle. Dans ce cadre d'analyse, le système légal de protection devient un enjeu primordial dans l'application d'une bonne gouvernance dans les entreprises.

2.4.2. La prise en compte des droits de contrôle : Les travaux de Hart

Les travaux de Grossman et Hart (1986), Hart (1989), et Hart et Moore (1990), synthétisés dans Hart (1995) furent une avancée importante dans cette recherche en se focalisant sur le pouvoir des investisseurs vis-à-vis des dirigeants, en faisant la distinction entre les droits de contrôle contractuels et résiduels dont disposent les investisseurs. Les économistes ont utilisé

cette idée pour modéliser des instruments financiers non en termes de leurs cash-flows, mais en termes de droits reçus par leur détenteur. Dans ce schéma, les investisseurs reçoivent de l'argent parce qu'ils ont le pouvoir de remplacer les dirigeants, de forcer le paiements de dividende, d'arrêter les projets qui profitent aux dirigeants et actionnaires de référence aux dépens des investisseurs externes, de poursuivre des dirigeants et d'obtenir des dédommagements, ou de liquider la firme et d'en recevoir les bénéfices. A la différence de l'univers de Modigliani et Miller, en changeant la structure de capital de la firme, l'allocation du pouvoir entre actionnaires internes et investisseurs externes se modifie, et ainsi cela change aussi sûrement la politique d'investissements de la firme. Dans les deux types de travaux, l'approche contractuelle de Jensen et Meckling (1976) et l'approche en terme de droits de contrôle résiduel de Grossman, Hart et Moore, les droits des investisseurs sont protégés et parfois même spécifiés par le système légal. Ces lois, et la qualité de leurs application par les autorités et les tribunaux, sont des éléments essentiels de la gouvernance d'entreprise et de la finance (La Porta et ali, 1997, 1998). Quand les droits des investisseurs tels que les droits de vote des actionnaires et les droits à la réorganisation et à la liquidation des créanciers sont importants et bien appliqués par les autorités et les tribunaux, les investisseurs sont plus enclins à financer les firmes.

A l'inverse, quand le système légal ne protège pas bien les investisseurs externes, la gouvernance d'entreprise et le financement externe ne fonctionnent pas bien. Dans le cas extrême d'une protection légale nulle des actionnaires, les actionnaires internes, pourraient prélever les profits de la firme en toutes impunités. Sans une bonne réputation, aucuns investisseurs rationnels ne voudraient financer une telle firme. A mesure que la protection des investisseurs se développe, les pratiques employées par les dirigeants pour détourner la rente deviennent plus complexes et plus destructrices de valeurs. L'utilisation de sociétés écrans pour cacher les profits (ou les pertes !) est une parfaite illustration de comportements déviants des agents internes qui faussent ainsi l'image réelle de la firme pour éviter de payer des dividendes ou pour trouver des financements externes. Mais quand le niveau de protection des investisseurs est élevé, il ne reste aux dirigeants que la possibilité de se surpayer, de mettre en place des proches dans la direction ou d'entreprendre des projets risqués. A partir d'un certain point, il peut se révéler préférable de payer des dividendes. A mesure que les techniques de détournement deviennent moins efficientes, l'expropriation par les actionnaires internes diminue, et leurs avantages privés de

contrôle s'affaiblissent. Les firmes obtiennent ainsi par la suite des financements externes avec de meilleures conditions. En encadrant les techniques d'expropriation, la loi encadre aussi le développement des opportunités de financement externe. L'approche légale de la gouvernance d'entreprise s'établit peu à peu comme une démarche féconde de repenser de nombreuses questions de finance (Hirigoyen, 2002)

La séparation de la propriété du contrôle est une condition nécessaire mais pas suffisante pour la prise de décision dans les entreprises. Les grandes firmes capitalistiques ne peuvent se passer de la hiérarchie. La structure hiérarchique persiste dans les grandes organisations car elle reste d'une grande valeur pour leur survie face aux coûts de transaction. En particulier, la hiérarchie est un mécanisme très efficient pour le développement de l'information et sa transmission. A la fois la nouvelle économie institutionnelle et l'économie comportementale posent pour principe que les décideurs sont des agents rationnels mais que leurs capacités cognitives sont limitées.

La hiérarchie est adaptée au cadre d'analyse de la rationalité limitée. En plus de la fonction de production et de la transmission de l'information, la hiérarchie fournit aussi une contrainte importante sur les coûts d'agence de la firme. L'incertitude, la complexité et l'opportunisme sont les problèmes traditionnels liés à relation contractuelle. En dépit des avantages de l'autorité et de la hiérarchie, les grandes firmes ont au sommet de leur structure de décision, un organe qui fonctionne par consensus même s'il est souvent perçu que le conseil d'administration soit dominé par le dirigeant. Et même dans ce cas, il semble utile de le percevoir comme un travail en équipe. Les conseils d'administration ne travaillent pas sur les questions quotidiennes mais ont surtout des fonctions managériales. Les administrateurs fournissent une expertise et des conseils aux dirigeants. De même, ils peuvent fournir un réseau de contact, comme par exemple les administrateurs externes appartenant à des institutions financières qui peuvent faciliter l'accès au capital pour la firme.

La production en équipe ne peut être évaluée avec les mêmes outils de mesure que ceux des individus à cause de la non séparabilité des tâches de la production en équipe. De plus, cette production a une autre caractéristique, les individus développent des relations de travail

spécifiques entre eux. Ils se rajoutent à la spécificité du capital humain de la firme, le capital humain spécifique à l'équipe. Toute altération dans cette relation interne peut avoir pour résultat une perte substantielle d'efficience.

3. Le processus de décision au sein des firmes

Le vote en assemblée générale comme les débats entre les membres du conseil d'administration est le résultat de jeux de pouvoir. La prise en compte des problèmes de décision au sein d'organisation complexe rend nécessaire la compréhension des biais liés à la décision collective.

3.1. Les études expérimentales en matière de prise de décision

La psychologie et l'économie expérimentale ont prouvé que la prise de décision en équipe peut être supérieure à celle d'individu sous certaines circonstances. En effet, de nombreuses études ont trouvé que les décisions de groupe sont non seulement supérieures à celles des individus moyens, mais aussi à celles des meilleurs individus dans le groupe. Les travaux de Shaw[22] dans les années 30 en sont une première illustration. Des groupes d'étudiants devaient résoudre une série de problème, nommé les problèmes Eurêka, basé sur des jeux, des puzzles ou des relations spatiales. La proportion des réponses correctes étaient significativement supérieurs dans l'échantillon des groupes que dans l'échantillon des individus travaillant tout seul.

Blinder et Morgan[23] expérimentent une série de travaux différents de Shaw mais toujours pour tester expérimentalement la prise de décision en groupe par rapport à celle d'un individu. Sans rentrer dans les détails de leurs expérimentations, les deux chercheurs testent sur un groupe d'étudiant deux hypothèses, d'abord la rapidité de la prise de décision et ensuite la pertinence de la décision. D'après leurs résultats, il n'y a pas de différence significative entre la rapidité de

[22] La description du problème se trouve dans Shaw, M.E., 1932, A comparaison of individuals and small groups in the rational solution of complex problems, American Journal of Psychology, 44, p491.
[23] Pour retrouver l'ensemble des caractéristiques des expériences, voir Blinder, A.S. et Morgan, J., 2000, Are two heads better than one ?: An experimental analiysis of group vs individual decisionmaking, National Bureau of Economics Research working paper N°7909.

prise de décision d'un groupe et d'un individu. L'absence de résultat est intéressant, car il contredit l'idée de lenteur des groupes. Par contre, les décisions sont significativement meilleures pour les groupes.

La prise de décision requiert différents éléments qu'il faut maîtriser : (1) l'observation ou le rassemblement de l'information ; (2) la mémorisation et le stockage de l'information ; (3) la computation ou la manipulation de l'information ; (4) la communication ou la transmission de l'information. Ces éléments constituent des coûts de transaction que les agents économiques doivent maîtriser. En présence de coûts de coordination d'une équipe, la production en équipe reste plus efficiente. Les travaux du « *Vollrath group* » ont testé la capacité de mémorisation d'un groupe par rapport à celle d'un individu en passant une bande enregistrée à chaque échantillon. La mémoire du groupe était bien supérieure à celle d'un individu en terme de précision, de volume d'information retenu, de capacité à reproduire les témoignages mot à mot, et même à rapporter l'information dans l'ordre de présentation initiale.

Le choix rationnel dans la théorie néoclassique suppose que les individus agissent pour maximiser leur espérance d'utilité, sachant qu'il n'y a pas de limite cognitive à leur pouvoir de le faire. En contraste, à la fois l'économie comportementale et la nouvelle économie institutionnelle posent que les limites de la cognition humaine aboutissent généralement à des décisions qui échouent à maximiser l'utilité. La rationalité limitée devient une contrainte significative sur le processus de décision en présence d'une situation complexe et incertaine. Un agent économique peut économiser ses ressources cognitives limitées de deux façons. En premier, il peut instituer une structure de gouvernance qui peut promouvoir une plus grande efficience dans la prise de décision. En deuxième, il peut avoir recours à des processus décisionnels préétablis selon des normes.

L'existence d'un conseil d'administration dans le droit des sociétés répond au problème de rationalité limité, elle institue un mécanisme de gouvernance qui contraint la prise de décision. D'après Shaw, un des points de supériorité du groupe sur l'individu résulte du fait que les membres du groupe rejettent les mauvaises idées émises qui à l'inverse aurait échappé à un individu travaillant seul. Ceci conduit à une autre idée selon laquelle un des avantages de la prise

de décision collective est que le groupe est sûr de bénéficier des idées des meilleurs de ses membres. Mais alors se pose la question de l'identification et dans le cas de la gouvernance d'entreprise, l'élection du meilleur représentant du groupe.

Une étude de Miner[24] teste cette hypothèse en demandant au groupe d'identifier lequel de ses membres est le meilleur décideur. Le résultat montre que les groupes ont une plus grande probabilité d'identifier le meilleur membre que la marche au hasard, la différence n'est pas statistiquement significative. L'auteur conclut que si des groupes expérimentaux ne pouvaient pas identifier avec précision le meilleur décideur en son sein, alors cela portait un doute sur la qualité du choix des actionnaires dans l'élection d'un décideur.

D'autres types de décision peuvent subir un biais. L'imperfection de l'information rend difficile la prise en compte de la solution la plus rationnelle. Mais elle n'est pas l'unique biais qui caractérise les décisions de groupe.

3.2. Différents biais des décisions de groupe

Les travaux de l'économie comportementale ont identifié un certain nombre de biais caractéristique des groupes qui sont en contradiction avec les préceptes traditionnels des hypothèses de rationalité.

3.2.1. Le comportement moutonnier

En premier, le comportement moutonnier prend place dans un groupe lorsqu'un agent imite les actions des autres en ignorant ses propres informations et son propre jugement quant à la prise de décision. Pour expliquer ce comportement, un agent peut avoir un comportement mimétique par rapport aux autres agents lorsqu'il y a un effet de réputation. Car un agent peut poursuivre une action ou prendre une décision qui aboutira à un résultat adverse. Les personnes qui surveillent le comportement de l'acteur analysent à la fois le résultat et l'action mis en œuvre avant d'émettre un jugement sur l'agent. Si un mauvais résultat arrive, mais que l'agent a suivi un

[24] Voir Miner, F.C., Jr, 1984, Group versus individual decision making : An investigation of performance measures, decision strategies, and process losses/gains, Organizational Behavior & Human Performances, 33, 112.

processus qui correspond aux canons comportementaux de la profession, le coup porté à la réputation du dirigeant s'en trouve affaibli. Keynes avait remarqué très pertinemment : « *Il vaut mieux… échouer conventionnellement que de réussir non conventionnellement.* » Le comportement moutonnier peut aussi être une réponse à la rationalité limitée et à l'asymétrie informationnelle. Dans un contexte de complexité et d'incertitude, les acteurs qui se perçoivent eux-mêmes comme ayant une quantité d'information insuffisante et qui peut observer les actions d'acteurs qu'ils perçoivent comme mieux informer, ils peuvent essayer de profiter des décisions de ces derniers. Par conséquent, l'introduction de nouvelles informations peut altérer l'équation.

3.2.2. La suffisance

Dans la littérature managériale, la plaisanterie concernant le chameau qui serait un cheval dessiné par un comité est une illustration de la validité de l'observation empirique qui montre que les individus sont supérieurs aux groupes lorsqu'il s'agit de sujets requérant de la créativité. Les recherches sur le brainstorming ont montré que les individus travaillant tout seul avaient un plus grand nombre d'idées que ceux travaillant en groupe.

Mais les individus ont beau avoir de nombreuses idées, ils peuvent avoir du mal à cerner l'ensemble des défaillances de leur projet. Les dirigeants peuvent être par exemple trop confiant par rapport à leur politique et ne pas voir les biais de cette dernière. Les groupes sont à l'inverse meilleur pour les tâches d'évaluation. D'ailleurs, les activités d'expertise et de conseil sont au cœur des prérogatives des conseils d'administration. A l'intersection des fonctions managériales du conseil d'administration et de son rôle de surveillance, il y a la fourniture de points de vue alternatifs et de jugement critiques, mais pas de créativité. C'est une des raisons pour laquelle les dirigeants les plus en vues se paient si cher, car les entreprises cherchent des hommes avec des visions et des idées qui ne peuvent être fourni par la simple réunion d'individus.

3.2.3. Autres biais

Bien que les groupes semblent avoir un rôle dans la modération des individus et dans la détection de leur défaillance en réponse au problème de rationalité limité. Il y a le phénomène dit de « *déplacement du risque* » (risky shift phenomenon). La théorie suppose que les décisions des

groupes ont un effet modérateur, pourtant les dilemmes sociaux semblent montrer que les groupes prennent des décisions plus extrêmes que les individus. Dans certaines expériences, les groupes prenaient significativement les options les plus risquées par rapport aux individus. Les individus sont généralement plus adverses aux risques mais l'intérêt des actionnaires peut requérir une décision plus risquée. Mais d'autres résultats contredisent ces résultats.

Un autre problème réside dans le phénomène de « *pensée de groupe* » (groupthink phenomenon). Ce phénomène apparaît lorsque l'activité du groupe implique un stress parmi ses membres. Les débats, les argumentations voir les conflits entre les membres, peuvent amener le groupe à rechercher l'unanimité au dépend de la qualité de la prise de décision. Les normes sociales et « *l'esprit de corps* » sont des réponses à ce phénomène. Mais le mauvais côté de cette forme de cohésion est l'affaiblissement de l'esprit critique du groupe. Les études sur les réunions montrent par exemple, que les gens préfèrent les solutions qui remportent la plus grande adhésion. La culture des conseils d'administration encourage ce phénomène en posant des normes sociales de paroles et de politesse[25]. Le dirigeant peut jouer de ce phénomène pour nourrir et diriger les débats du conseil en contrôlant le flot d'information, en récompensant le consensus et en décourageant la réélection des « *fauteurs de troubles* ». Ce phénomène a une grande portée sur les questions de gouvernance d'entreprise.

L'enracinement est un phénomène qui peut être destructeur de valeur pour les actionnaires dans le sens où le dirigeant cherchera avant tout à consolider sa position au lieu de rechercher l'intérêt de ses actionnaires.

3.3. La théorie de l'enracinement du dirigeant

Différentes stratégies peuvent caractériser l'enracinement des dirigeants afin de se protéger des mécanismes de contrôle interne et externe. Les recommandations en matière de bonne gouvernance cherchent en grande partie à les faire disparaître.

[25] Les différents statuts des membres peuvent avoir une influence les temps de parole. Ceux qui ont le plus de pouvoirs peuvent prendre plus souvent la parole, et le poids de leurs argumentations a plus de poids que celles des membres moins importants.

3.3.1. L'enracinement des dirigeants

Deux facteurs sont à étudier dans un modèle d'enracinement. Le premier est le processus d'enracinement, c'est-à-dire les stratégies mises en œuvre par le dirigeant pour se rendre indispensable. Étant donné que le pouvoir de nomination et de révocation des dirigeants mandataires sociaux incombe en priorité aux administrateurs et, à travers eux, aux actionnaires. Le processus d'enracinement peut être défini comme le processus qui permet au dirigeant de s'affranchir de la tutelle de son conseil d'administration, voire de ses actionnaires.

Le second facteur à étudier est le résultat de l'enracinement. Ceci suscite d'ailleurs la question suivante : l'enracinement est-il uniquement un processus (comme l'équilibriste qui se tient sur un fil et dont la principale préoccupation est de ne pas tomber), ou est-il également un aboutissement, un affranchissement quasi total des mécanismes internes de contrôle ?

L'enracinement d'un dirigeant peut s'apprécier selon deux points de vue. Pour le dirigeant lui-même, l'enracinement correspond au souci de conserver sa position, d'accroître sa liberté d'action, et / ou d'augmenter sa rémunération et ses avantages annexes (Charreaux, 1997). Pour les actionnaires, l'enracinement est perçu, soit comme préjudiciable (Jensen, 1993), quand il entraîne des coûts plus élevés que nécessaires ou quand il conduit à des investissements non optimaux (sous investissement ou surinvestissement), soit comme bénéfique quand il traduit l'apport à l'entreprise de réseaux relationnels vitaux pour assurer son développement ou même tout simplement sa survie.

Ainsi que l'ont observé Shleifer et Vishny (1989), le processus d'enracinement est multiforme. Un PDG peut privilégier le développement d'activités dans lesquelles il excelle ou favoriser la rétention d'informations en centralisant personnellement toutes les informations critiques pour la survie de l'entreprise. Il peut également favoriser un enracinement informel interne en s'appuyant sur les salariés de l'entreprise, notamment par la poursuite d'une forte croissance qui permette d'assurer des promotions abondantes (Baker et ali, 1988) ou, au contraire, privilégier un enracinement de type actionnarial en accroissant son niveau de participation dans l'entreprise, en nouant des alliances avec un ou plusieurs groupes d'actionnaires significatifs ou en cumulant des mandats de PDG et d'administrateur (Paquerot, 1997). La plupart des études

privilégient le choix des investissements comme principale source d'enracinement (A. Shleifer et R. Vishny 1989 ; M.C. Jensen 1986 : théorie du « *Free Cash Flow* »).

3.3.2. L'enracinement est-il préjudiciable aux actionnaires ?

Selon la définition de l'enracinement, deux phénomènes contraires sont observables :

• En cherchant à se constituer des réseaux relationnels, le dirigeant accroît son capital social. L'entreprise en bénéficie à travers, soit de meilleures performances commerciales (le dirigeant obtient plus facilement des commandes grâce à son réseau relationnel), soit un meilleur climat social et une plus grande productivité du personnel (le dirigeant jouit d'une forte légitimité interne et a une connaissance approfondie de son entreprise et de son système organisationnel), soit encore une meilleure coordination tant interne qu'externe.

• Au fur et à mesure de son enracinement, le dirigeant s'affranchissant des mécanismes de contrôle interne, son incitation à accroître la performance de son entreprise (qui est ici prise au sens de maximisation de la valeur de marché de l'entreprise) va chuter au bénéfice d'autres objectifs tels que ceux d'accroître démesurément ses satisfactions personnelles (rémunération, avantages particuliers). Il est vraisemblable que cette tentation sera d'autant plus forte que le dirigeant est proche de la fin de son mandat et que, par conséquent, son horizon de décision ne coïncide plus avec celui de ses actionnaires. Il est alors possible d'observer une réduction de son niveau d'enracinement à partir d'un certain seuil, le dirigeant ne déployant plus d'efforts pour accroître ses réseaux relationnels mais vivant davantage sur ses acquis. L'impact estimé du processus d'enracinement est peut-être tout à la fois favorable et défavorable aux intérêts des actionnaires.

Par la notion de pouvoir, on entend ici le fait d'exercer un rôle crucial pour le fonctionnement de l'organisation. Les acteurs, sources de pouvoir, peuvent donc tout aussi bien être des groupes de salariés, des créanciers (notamment des banques), des clients, des fournisseurs ou même l'État à travers l'obtention de marchés publics ou de contrats à la grande exportation.

Pourquoi les actionnaires ne favorisent-ils pas une rotation plus rapide de leur PDG afin d'éviter les conséquences néfastes du processus d'enracinement qui semblent survenir au bout de quelques années ?

Trois explications principales peuvent être avancées :

• Les processus de contrôle des dirigeants fonctionnent défectueusement : les conseils d'administration étant composés de PDG amis avec le plus souvent une condition de réciprocité (les dirigeants siègent au conseil d'administration des entreprises de leurs administrateurs), ces derniers sont peu enclins à se montrer très critiques.
• Il existe des coûts de révocation élevés : en révoquant un PDG, les actionnaires perdent du même coup l'accès aux réseaux relationnels qu'il avait constitués. La révocation n'a pas lieu à l'optimum de l'enracinement du point de vue de la richesse des actionnaires, mais ait lieu un peu plus tard. De même, il est estimé que compte tenu des gains liés à l'accès aux réseaux relationnels, les actionnaires peuvent accepter pendant un temps un comportement plus opportuniste de la part de leurs dirigeants.
• Les administrateurs et les actionnaires ne disposent pas de l'information pertinente en temps voulu pour apprécier l'opportunité d'un changement de PDG. Le nouveau PDG ne disposant pas des réseaux relationnels sera moins performant en début de carrière que ne l'était le PDG précédant à l'optimum de son enracinement[26].

Ce comportement des actionnaires corrobore l'étude faite en France sur la réaction favorable du marché boursier à l'annonce d'un changement de PDG (Pigé, 1997). Selon cette étude, on observe en moyenne, une réaction boursière significativement positive autour de la date d'annonce. Cet effet positif semble d'ailleurs davantage lier à l'annonce du départ du PDG en place qu'à l'annonce de l'arrivée d'un nouveau PDG (bien que souvent les deux annonces soient concomitantes). On peut ainsi supposer que les actionnaires souhaiteraient une rotation plus

[26] Voir Hambrick et Fukutomi (1991), "The seasons of CEO's tenure"

1. respect du mandat
2. expérimentation
3. focalisation
4. convergence
5. désengagement

fréquente des PDG mais que le conseil d'administration ralentit ce processus pour des raisons qui restent à explorer même si certaines ont été suggérées précédemment.

La théorie de la gouvernance mais aussi le législateur semble chercher à atténuer l'enracinement des dirigeants en optimisant les autres contre pouvoirs dans l'entreprise. L'organisation du conseil d'administration est une des solutions envisagées.

3.3.3. La tentative de réponse de la législation en France

Plusieurs mesures ont été mises en place afin de favoriser le débat au sein des organes de décision des entreprises. Les objectifs et les missions assignés au conseil d'administration ont été réorganisés.

La dissociation des fonctions de président et de directeur général : La loi *« sur les nouvelles régulations économiques »* (loi n°2001-420, du 15 mai 2001) réorganise les missions du conseil d'administration en les recentrant sur sa fonction de contrôle, tout en lui confiant la responsabilité de déterminer les orientations stratégiques de la conduite de l'entreprise. Dégagé de la gestion courante de la société, le conseil d'administration sera désormais présidé par une personne physique qui ne cumulera plus cette responsabilité avec celle de directeur général, celui-ci étant une personne physique distincte qui n'est pas forcément membre du conseil d'administration.

En instaurant la dissociation de droit des fonctions de président de celles de directeur général, la loi inverse la règle actuelle et fait du cumul une exception, qui doit être prévue par les statuts de la société. Aux Etats-Unis, seules 20 % des sociétés américaines ont distingué les fonctions de président de celles de directeur général. En Europe, les pratiques en la matière sont extrêmement variées : si les Pays-Bas, le Royaume-Uni et l'Allemagne ont séparé dans presque 100 % des cas les fonctions de président de celles de directeur général, en revanche l'Italie et la France cumulent dans près de 80 % des cas.

La séparation des fonctions est un signal visible de bonne gouvernance[27]. Mais au-delà du conseil d'administration, l'organisation des mandats des administrateurs semble susciter autant de questionnements.

La limitation du cumul des mandats : En matière économique, comme dans d'autres domaines, le cumul de trop nombreux mandats nuit à l'implication des dirigeants et peut conduire à des négligences. En redéfinissant les missions du conseil d'administration, la loi tend parallèlement à restreindre le cumul des mandats d'administrateurs afin de garantir leur engagement dans la vie de la société. De nombreuses études se sont appliquées à définir les relations entre le cumul des mandats et la performance des firmes. D'après Kaplan et Reishus (1990), le cumul des mandats recèle avant tout un effet de réputation qui a une influence positive sur la performance de la firme. Cependant, Booth (1996) et Rosenstein et Wyatt (1994) vérifient l'effet négatif de la contrainte d'application du dirigeant sur le cumul de ses mandats. D'autres contributions ont suggéré que le cumul de mandat des administrateurs permet au dirigeant de se signaler positivement auprès du marché. Shivdasani (1993) trouve une corrélation négative avec la probabilité de prise de contrôle. (Cf. Hirigoyen et Pichard-Stamford « Les fondements et les développements en finance organisationnelle : une synthèse théorique et empirique.

Indépendance des conseils d'administration : La question de l'importance de l'indépendance des conseils et du rôle des administrateurs indépendants est un domaine particulier et qui concerne tout particulièrement les sociétés aux capitaux dispersés, étant donné le problème traditionnelle de la relation d'agence entre les actionnaires minoritaires et les dirigeants. Historiquement, les conseils d'administration des sociétés étaient généralement composés essentiellement d'insiders dans les années 70 et 80. Le renversement de tendance s'est opéré dans les années 90 aux Etats-Unis. Bhagat et Black (2003) trouvent dans leur échantillon en 1991 que leur firme médiane avait un conseil d'administration de 11 membres avec 3 administrateurs

[27] D'après Barrédy (2008), la structure de SA en directoire et conseil de surveillance est peu étudiée. Pourtant, les sociétés familiales cotées lui trouvent un intérêt particulier. Alors que les théories de la gouvernance sont centrées sur les sociétés managériales, à partir d'une méthodologie fondée sur sept études de cas et l'analyse de rapports annuels, cette structure apparaît comme une réponse intégrée à plusieurs enjeux de gouvernance dans les sociétés familiales cotées.

internes, un administrateur affilié et seulement 7 administrateurs indépendants. En pourcentage, la firme médiane a 13% d'administrateurs affiliés, et 64 % d'administrateurs indépendants.
En 1997, le nombre moyen des administrateurs internes des firmes du S&P 500 est descendu à 2 ou 3, et 56% de ces firmes ont seulement 1 ou 2 administrateurs internes.
Aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne, il n'est pas inhabituel d'avoir des conseils d'administration composés au 2/3 d'indépendants, voir même n'avoir que le dirigeant comme insider. La Grande-Bretagne a choisi le principe de *« respecter ou justifier »* pour l'application de l'indépendance à la différence des Etats-Unis qui ont choisi une forme plus prescriptive.
Cependant, le rôle des administrateurs indépendant n'est pas le même dans les sociétés à capitaux concentrées où les actionnaires de contrôle dominent les conseils voir les dirigeants. Par conséquent, les problèmes d'agence sont différents. Le thème de l'indépendance discuté au niveau théorique relève concrètement de la pratique. Il n'existe pas de règles globales à cause des différences dans la structure de propriétés et dans la pratique des affaires d'un pays à l'autre.

On s'accorde généralement sur les mérites de l'indépendance, mais de nombreuses réserves sont émises du point de vue du manque de preuves empiriques de son utilité, de la difficulté d'établir une définition de l'indépendance et de l'existence d'un arbitrage entre indépendance et connaissance spécifique de la firme ou du secteur. L'indépendance peut aussi poser des problèmes d'incitations et d'implications de la part des administrateurs. N'ayant pas d'implications financières personnelles dans la firme, il peut manquer d'intérêts dans la conduite des affaires. De même, lorsque les administrateurs manquent de connaissances spécifiques dans l'entreprise ou le secteur d'activité, il peut lui être difficile de poser les questions pertinentes sur la conduite des affaires et les risques afférents aux opérations.

Dans les entreprises contrôlées, le besoin de déterminer une masse critique des indépendants est primordial pour les actionnaires minoritaires, s'ils veulent que ces administrateurs aient une influence sur les conseils d'administration ou la structure de gouvernance. Au-dessous du quart ou du tiers des administrateurs, il peut être difficile aux indépendants d'exercer un rôle significatif dans la pratique.

Il faut noter que les besoins en termes d'indépendance peuvent varier en fonction du cycle de vie de l'entreprise ou en fonction de la taille de la firme. Le besoin est dynamique et évolue dans le temps.

En résumé, idéalement les critères d'indépendance doivent être un arbitrage entre structure de propriété, le secteur d'activité et le cycle de vie.

3.3.4. Les études empiriques sur les conseils d'administration

Des études se sont penchées sur l'influence de la composition des conseils par rapport à leur comportement face à des tâches spécifiques telles que le remplacement du PDG, l'accord de golden parachutes aux dirigeants, l'acquisition d'une autre firme ou l'organisation face à une OPA hostile. D'autres études ont examinées le rapport entre composition des conseils et performances des firmes.

Weisbach (1988) et Byrd et Hickman (1992) trouvent que les firmes avec une majorité d'indépendants performent mieux que les autres sur les questions de changements de PDG et pour effectuer des offres publiques. Mais, il n'y a pas de différences sur les autres fonctions, voir même elles sous performent par rapport aux décisions prises par des insiders. Au final, l'effet est indéterminé car il y a des tâches où les administrateurs indépendants sont meilleurs et d'autres où la connaissance des insiders n'est pas substituable.

Quant aux études sur le lien entre composition et performances, Baysinger et Butler (1985) et Hermalin et Weisbach (1991) ne rendent pas compte de corrélation entre la proportion des administrateurs externes et la valeur de marché des actions. D'autres études arrivent à des résultats négatifs entre les deux telle que Yermack (1996) qui rapporte une corrélation négative entre la proportion des indépendants et la valeur du Q de Tobin. Agrawal et Knoeber (1996) rapportent aussi une corrélation négative entre la proportion d'administrateurs externes et de la valeur du Q de Tobin. Cependant, Rosenstein et Wyatt (1990) remarquent une plus grande réaction positive du prix des actions pour les administrateurs externes qui travaillent pour des institutions financières par rapport aux administrateurs non reliés à ce type d'institutions. Mais ce type d'administrateurs est généralement désigné comme affilié à la direction du fait des relations d'affaires pouvant exister entre la firme et l'institution financière.

Le résultat principal de Bhagat et Black (2003) est l'un des plus intéressant. Ils trouvent que les firmes qui rencontrent des difficultés au niveau de leurs profits y répondent en augmentant la proportion d'administrateurs indépendants dans leurs conseils. Ils suivent ainsi les recommandations actuelles en termes de gouvernance. L'indépendance est une pratique courante dans les pays anglo-saxons mais elle prend de l'importance en France.

4. Différences majeures entre l'activisme en France et aux Etats-Unis

La coïncidence du débat sur la protection des actionnaires minoritaires en Europe et aux Etats-Unis ne doit pas faire oublier les grandes disparités existantes entre les deux continents en matière de gouvernance.

4.1. La nature différentes des scandales financiers

Une étude de Coffee (2005) rappelle l'hétérogénéité des problèmes liés à l'introduction de la bonne gouvernance. A la différence des études telles que celle La Porta et ali (1999) tendant à démontrer la supériorité d'un système de gouvernance par rapport à un autre, Coffee montre qu'aucun système n'est épargné par les scandales financiers quelque soit l'origine de leur système juridique. Les études anglo-saxonnes ont tendance à mettre en avant la supériorité de la Common Law sur la Civil Law. L'archaïsme du système de gouvernance des entreprises européennes, hors Grande-Bretagne, serait dû au manque de liberté laisser par les gouvernements aux développements des marchés. La structure de propriété, qui en a historiquement résulté est aussi un facteur déterminant dans la source des maux que connaissent les deux systèmes.

L'activisme des actionnaires est différent en Europe et aux Etats-Unis car la nature des scandales n'est pas la même. L'éclatement de la bulle des nouvelles technologies au début des années 2000 a abouti à de nombreux bouleversements juridiques et à une nouvelle série de réglementations. Aux Etats-Unis, c'est la loi Sarbanes-Oxley 2002 et en France, c'est la loi NRE de 2001 et la loi de Sécurité Financière 2003 qui ont été l'aboutissement d'une réflexion autour de la gouvernance.

La plupart des litiges aux Etats-Unis sont dus à des manipulations de résultats. Lorsqu'il y a une révision dans les anticipations de résultats des entreprises, le marché réagit défavorablement. Richardson et ali (2002) montrent une perte allant de 11% à 25% en fonction de la fenêtre d'observation autour de l'annonce de révision du résultat anticipé. Lorsque les résultats diffèrent considérablement des prévisions et qu'il y a révision des résultats, le marché n'est pas non seulement surpris mais cette annonce est perçue généralement comme un signal de fraudes. Alors qu'en Europe, les affaires les plus importantes tel que Parmalat sont intrinsèquement différentes des affaires Enron et WorldCom si caractéristique de l'économie américaine. Et le plus intéressant, c'est que les entreprises européennes qui ont eu des problèmes de même nature que leurs homologues américains sont des entreprises qui sont elles-mêmes cotées sur le marché américain (Vivendi Universal). La différence dans leurs origines d'après Coffee résiderait dans la différence de structure de l'actionnariat entre les deux continents qui expliquerait à la fois la nature différente des fraudes, l'identité différente des coupables et la disparité dans leur nombre dans n'importe quelle période.

Aux Etats-Unis, la dispersion du capital permet aux dirigeants de ces sociétés d'avoir une très grande marge de manœuvre qui leur permet d'avoir une grande latitude pour manipuler leurs résultats. Mais, la question est celle de savoir pourquoi cherchent-ils à embellir de manière si artificielle les comptes ? Ce qui a réellement changé depuis le milieu des années 90 aux Etats-Unis est l'augmentation de la part variable de la rémunération des dirigeants. Au début des années 90, la rémunération médiane d'un PDG du S&P 500 était de l'ordre de 1,25 millions de dollars dont 92% en cash et 8% en actions. En 2001, le salaire médian était de 6 millions de dollars dont 66% en actions. L'incitation a augmenté les profits n'est pas minime ce qui pour conséquence de focaliser les objectifs des dirigeants sur le court terme. Le système des stock-options, même avec une variation positive minime du cours de bourse, peut générer des millions de dollars de gains si le nombre d'actions octroyées est conséquent. Une étude de Efendi et ali (2004) a confirmé la corrélation positive déjà observée entre la distribution de stock-options et l'occurrence de révisions des profits. Pour l'illustrer, les auteurs indiquent que lorsque les PDG détiennent au moins 20 fois leurs salaires annuels en options, la probabilité d'une révision des profits augmentait de 55%. D'autres études telles que celle de Denis et ali (2005) trouve une relation positive entre l'utilisation d'une rémunération basée sur les stock-options dans une

entreprise et la probabilité qu'une allégation de fraude soit proférée à l'encontre de cette même firme. Sur leur échantillon de 358 firmes accusées de fraudes entre 1993 et 2002, l'occurrence de fraude est positivement reliée aux montants des options (plus ceux-ci sont importants plus la probabilité de fraude augmente).

De nombreux exemples d'artifices comptables à la frontière de la légalité sont à l'origine de nombreux scandales sur le NYSE. Ces manipulations ont tous pour but de doper les profits ou de cacher les pertes afin d'embellir les comptes pour cela il y a de nombreuses stratégies. En premier, anticiper sur des ventes à venir comme l'a fait l'éditeur de logiciels américain MicroStrategy qui avait comptabilisé l'intégralité des licences signées pendant l'exercice 1998, alors même que les recettes attachées à ces contrats devaient s'étaler sur plusieurs années. La SEC a remarqué le subterfuge et a obligé l'entreprise à étaler ses revenus sur toute la durée de vie des contrats. Alors que la société avait annoncé à ses actionnaires un bénéfice de 12,6 millions de dollars sur l'année fiscale 1998-1999, le retraitement des comptes a fait apparaître une perte de 34 millions de dollars. Deuxième technique, il est possible de doper artificiellement l'activité comme l'a fait en 1999, l'opérateur de réseaux de fibre optique Global Crossing qui pour séduire les investisseurs a artificiellement gonflé ses revenus. La société a intégré de simples échanges de capacité avec d'autres opérateurs, sans qu'aucun argent ne rentre dans les caisses. La mise à disposition de son réseau a ainsi été comptabilisée pour un montant de 100 millions de dollars. Dans le même temps, Global Crossing utilisait le réseau de son partenaire sans comptabiliser de manière symétrique les 100 millions de dépenses pour caractériser cet échange. Ils étaient en fait enregistrés comme un investissement. Une troisième technique consiste à camoufler ses dettes *« hors-bilan »,* c'est le cas d'Enron. Il est le plus représentatif des scandales outre-Atlantique car faire disparaître une dette de son bilan nécessite des montages complexes. Cela consiste à créer une structure juridique ad hoc à laquelle sont transférées des actifs ou des passifs appartenant à la société qui veut les sortir du bilan. Enron a ainsi dissimulé 27 milliards de dollars de dettes dans des sociétés dites *« special purpose entities »* (SPE), immatriculées dans des paradis fiscaux. Ces SPE étaient porteuses, à l'actif, de contrats à terme de fourniture d'énergie et, au passif, d'un endettement colossal. Mais elles n'étaient pas consolidées dans le bilan d'Enron. Ceci n'était pas frauduleux en soi. En revanche, les SPE auraient dû figurer parmi les éléments *« hors-bilan »* publiés dans les annexes. Le blocage des titres détenus par les cadres non dirigeants à l'origine

d'un délit d'initié, puis les dissimulations et les destructions de preuves avec la complicité du cabinet d'audit Andersen lors de l'enquête des autorités ont fini de mettre un point final au plus grand scandale de la décennie 90.

Ce ne sont pas les seules affaires qui ont révélé les carences du système de gouvernance aux Etats-Unis, d'autres comme Tyco ou WorldCom sont significatifs d'une pression au gonflement des profits allant jusqu'à un point de non retour. Et dans le cas de Enron, l'enjeu des stock-options a été déterminant dans l'affaire de délit d'initiés qui a suivi la mise en lumière des manipulations comptables.

4.2. Le rôle des stock-options dans le dysfonctionnement du système de gouvernance

Pour en revenir à l'Europe, même si le système des stock-options s'est largement répandu ces dernières années (Cf. Poulain-Rehm, 2003), les niveaux restent cependant peu comparables. Un article du New York Times de janvier 2004 a estimé qu'un PDG américain gagné 531 fois plus que le salaire moyen des employés alors qu'il est de 16 pour 1 en France, 11 pour 1 en Allemagne, 10 pour 1 au Japon et 25 pour 1 en Grande-Bretagne qui a le système de gouvernance le plus proche des Etats-Unis. Non seulement, les PDG européens gagnent moins mais ils sont aussi moins sensibles aux variations du cours de bourse.

Le développement des stock-options a été favorisé d'une part par un changement du barème d'imposition favorisant la part variable de la rémunération, et d'autre part par les investisseurs institutionnels aux débuts des années 90. Ce mode de rémunération était même encensé à son commencement par les tenants de la bonne gouvernance et même des politiques qui y voyaient un moyen d'alignement des intérêts des dirigeants sur celles des actionnaires résolvant ainsi le problème d'agence existant entre le principal et l'agent. Aujourd'hui, les limites et les effets pervers sont connus et dénoncés. Mais le système de rémunérations en cash avait aussi un effet pervers important et à démontrer dans de nombreux cas ses limites. Les années 60 et 70 sont la période qui illustre le mieux les dérives engendrées par ce système. Les dirigeants des grandes sociétés multinationales géraient leurs firmes avec extrême prudence, totalement adverse aux risques, focalisant la politique de l'entreprise plus dans une optique de croissance

que de profitabilité. Ces sociétés retenaient énormément de « free cash flow » pour éviter tout risque de faillite sans chercher à créer véritablement de la valeur. Ce style de management a aboutit à la création d'énormes conglomérats avec des structures pyramidales complexes. La maximisation de la taille par croissance externe était due à la rémunération en cash puisque le montant de celle-ci est corrélée positivement à la taille de la firme.

La création des stock-options s'est faite toute chose égale par ailleurs en oubliant de prendre en compte l'asymétrie informationnelle en faveur des dirigeants qui connaissent la réalité de leurs incapacités à maintenir le cours de bourse et ainsi exercer leurs options au moment le plus opportun c'est-à-dire lorsqu'il est au plus haut. Un autre élément concourant au mauvais fonctionnement est aussi sa démocratisation. A l'origine cantonnée aux plus hauts dirigeants, les cadres et même les employés se sont vus proposer des modes de rémunération similaires avec des comptes en action, des fonds de retraites en actions qui les ont empêché de voir les dérives du système, trop heureux de voir leur patrimoine gonflé artificiellement sous les discours triomphant et rassurant des dirigeants comme le furent ceux de Enron.

Le système de stock-options n'a pas la même portée dans un système où le capital est concentré. En Europe, la géographie du capital n'implique pas le même type de problématique en termes d'incitation et de contrôle.

4.3. Les caractéristiques du capital en Europe

Dans cette configuration de propriété, les dirigeants n'ont plus les mêmes marges de manœuvre que dans les firmes à capital dispersé. En Europe, nombreuses sont les firmes qui sont contrôlées par un actionnaire ou un groupe d'actionnaires agissant de concert. Un article de Bloch et Kremp (1999) montrait que le degré de concentration des firmes du CAC 40 en 1996 était assez élevé. La part du plus gros actionnaire identifiée variait entre 20-30% et avait ainsi le contrôle de facto de l'entreprise. 7 sociétés sur 10 avaient un deuxième actionnaire identifié. Quand il y a un second actionnaire, cet actionnaire détient en moyenne 10% du capital. Et dans un peu plus de la moitié des firmes du CAC 40, il y a 3 actionnaires de référence. Pour leur échantillon d'entreprises cotées en France (680 firmes cotées), le pourcentage détenu par le

premier actionnaire s'élève à 56%. De manière symétrique, 65% des firmes cotées ont un actionnariat non identifié, représentant en moyenne 17% de leur capital.

La configuration du contrôle en Europe et plus particulièrement en France donne la réalité du contrôle effectif à l'actionnaire de contrôle et non plus aux dirigeants. Les mécanismes de contrôle et les systèmes d'alignement des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires n'ont plus la même importance puisque les dirigeants rendent compte à l'actionnaire majoritaire qui peut remplacer la direction à tout moment. Ils exercent un contrôle direct sur les comptes et les résultats, ainsi il n'y a plus de problèmes d'asymétrie informationnelle entre le principal et son agent. Mais cela ne veut pas dire qu'en Europe, la gouvernance soit meilleure qu'aux Etats-Unis. Effectivement, il existe dans ce cas une différence de traitements des actionnaires. L'existence d'une prime de contrôle lors de la session de bloc de contrôle a été empiriquement vérifié et représente une première inégalité de traitement entre les actionnaires. Contrairement aux cas des firmes à capital dispersé, l'évolution journalière des cours de l'action est moins essentielle du fait de l'existence de cette prime de contrôle et de la moindre importance de la rémunération en stock-options. Ceci pourrait expliquer pourquoi il y a eu moins de manipulation comptable en Europe dans les années 90. Bien sûr, il y a des contre exemples connus tels Vivendi Universal, Royal Ahold, Skandia Insurance ou Adecco où les manipulations comptables ont été manifestes. Mais toutes étaient aussi cotées aux Etats-Unis et avaient érigé leur style de management à l'américaine comme une marque de succès en distribuant des stock-options et en multipliant les acquisitions dans une optique de maximisation des cours à court terme.

La concentration du capital a pour effet de donner la capacité à l'actionnaire de contrôle d'extraire des bénéfices privés de contrôle en toute liberté échappant au contrôle du marché. Les perdants potentiels dans ce cas sont les actionnaires minoritaires qui n'ont que peu de moyens de se prévenir et de se faire dédommager. L'actionnaire de contrôle peut très bien avoir une fonction « objectif » différente de la maximisation de la valeur des actions. Il peut utiliser la société comme un moyen et non une fin à la maximisation de sa propre satisfaction soit en l'utilisant comme garantie à une autre opération ou en détournant les ressources de la firme dans une autre firme où il a des intérêts supérieurs ou des droits aux cash flows plus important. L'extraction de bénéfices privés est aussi qualifiée de manière imagée de « tunneling » du fait que dans les pays

émergents, les ressources étaient réellement démembrées au sens propre aux travers de tunnels creusés.

Le cas de Parmalat en Italie est le plus représentatif de l'extraction de bénéfices privés au profit des actionnaires de contrôle. Ici, ce ne sont pas des manipulations de cours mais un siphonage pur et simple des liquidités de la société aux travers de la création d'un compte fictif dans un paradis fiscal où 3,9 milliards d'euros étaient censés se trouver. De plus, 17,4 milliards de dollars d'actifs semblent tout simplement avoir disparu du bilan. Les investigations menées par les autorités pour retrouver la trace de ces actifs disparus ont révélé qu'un petit groupe de personnes affiliées ou actionnaires ont été payées 2,3 milliards d'euros. Contrairement aux fraudes américaines qui portent sur quelques mois, le cas de Parmalat a duré une dizaine d'année aux travers de transactions tout à fait banal. Ici encore, la défaillance des systèmes de contrôle interne et externe est pointée du doigt, mais surtout la complaisance voir la complicité des auditeurs censés dénoncer ces manquements.

Les différentes structures de propriété (concentré et diffuse) ont toutes les deux montré des défaillances sévères dans leurs mécanismes de contrôle et de gouvernance. D'un côté, l'origine du problème vient des dirigeants et de l'autre côté, c'est l'actionnaire de contrôle qui agit selon son bon vouloir. Mais une chose est commune aux deux systèmes, les actionnaires minoritaires sont toujours perdants et ceux qui sont censés servir de tampon entre les deux, c'est-à-dire, les auditeurs et les analystes ont à chaque fois faillis dans leur mission de prévention. En effet, l'évaluation faite par les auditeurs doit être à la fois impartiale mais aussi être rapporté à l'agent le plus à même de prendre des mesures soit correctives soit coercitives. Dans le cadre d'un régime à capital dispersé, la solution est finalement assez simple, les auditeurs doivent remettre leur rapport soit à un comité indépendant des instances dirigeantes soit à un conseil d'administration majoritairement composé d'administrateurs indépendants comme le recommande l'Association des gestionnaires de fonds (AFG).

Mais dans un régime à capital concentré, cette solution est inefficace dans la mesure où même si le conseil d'administration ou le comité d'audit est majoritairement composé d'administrateurs indépendants, ils doivent eux-mêmes rapporter leurs conclusions à l'actionnaire

de contrôle. De plus le manque de liquidité des actions détenues par les minoritaires rend le mécanisme de contrôle par le marché inefficace. Peu de liquidité implique peu de spéculation donc peu d'analyses et peu de suivi par le marché. De plus, le risque d'OPA hostile est quasi nul. La question est de savoir comment obtenir le respect des bonnes règles de gouvernance dans un régime où les auditeurs doivent rapporter à ceux qu'ils doivent surveiller. Car même s'ils font le travail avec diligence, ils peuvent être démis de leurs fonctions au moment où ils commencent à creuser dans les comptes. De plus, les auditeurs n'ont que peu d'influence sur les opérations de tunneling ou les opérations de squeeze-out et les dilutions inhérentes à un changement de périmètre de l'entreprise.

Après avoir tenté d'obtenir une définition consensuelle de l'activisme comprenant l'ensemble de ses réalités, ces différentes expressions ont été analysées et comparées. Il en ressort que bien que les batailles de procuration soit un moyen puissant de rassemblement, l'énergie et l'argent déployé pour une telle action sont souvent beaucoup trop élevés en comparaison de gains incertains. Les négociations au niveau publiques comme privées sont souvent privilégiées par les actionnaires minoritaires lorsqu'ils ont la capacité d'obliger les dirigeants à négocier. Cela ne concerne en aucuns cas les petits porteurs dont la capacité à dialoguer en direct est généralement circonscrite à l'assemblée générale des actionnaires et cela si on lui permet de s'exprimer. Les études se sont penchées sur les gains à court terme et à long terme de l'activisme actionnarial avec des résultats assez mitigés dans l'ensemble et ceci, même dans les cas où les actionnaires activistes avaient une influence importante comme CalPERS ou TIAA-CREF.

Grossman et Hart (1988) ont souligné que le pouvoir des actionnaires résidait dans leur droit à voter lors des décisions majeures de l'entreprise. Beaucoup d'autres auteurs sont venus souligner la valeur marchande de ces droits de vote. L'introduction d'objectif stratégique dans la prise de contrôle de ces droits de vote a permis de reconsidérer la position des actionnaires minoritaires. La capacité de prendre et d'appliquer des décisions est contrebalancée par la capacité à bloquer ces décisions. Mais, cette vision stratégique a aussi permis de révéler les effets pervers liés à la détention de ces droits de vote. Le vote en tant que système de révélation des préférences est perturbé par la satisfaction de l'intérêt personnel propre à chaque actionnaire. Le dilemme du prisonnier et ses prolongements théoriques appliqués au système de vote en sont une illustration.

Les théories des droits de propriété et de l'agence offrent un cadre d'analyse pour l'ensemble de ces recherches tantôt pour les confirmer tantôt pour les infirmer. La relation d'agence est généralisable à toutes les relations de type principal-agent que ce soit au niveau de la relation entre actionnaires et dirigeants, entre actionnaires de contrôle et actionnaires minoritaires, entre administrateurs et dirigeants. Les conseils d'administration sont supposés être les garants de l'intérêt de la communauté des actionnaires, mais ici aussi les enjeux stratégiques et de pouvoirs peuvent prendre le pas sur la mission initiale des administrateurs. Les comportements déviants liés à la prise de décision en groupe et les comportements d'enracinement des dirigeants sont des illustrations des limites de ce système de surveillance.

Les études empiriques (Gillan et Starks, 2006) sur l'activisme des actionnaires minoritaires ont des résultats différents en fonction des critères et des fenêtres temporelles retenues sur la performance financière des firmes ciblées. En France, il n'existait pas de ciblage spécifique d'entreprises sous performantes par des fonds activistes sur les périodes étudiées. L'activisme français est avant un processus de contestation. Ces deux types d'activisme ont des origines différentes mais leur objectif est commun, améliorer la valeur de firme. Ceci amène à se demander si les entreprises sous performantes sont plus souvent ciblées que les autres.

La formulation de la première **hypothèse H1** est : Le niveau de performance (mesuré par le return on equity) a un impact négatif sur la probabilité d'occurrence de l'activisme.

Les règles de bonne gouvernance mises en avant par le législateur cherchent à répondre à la demande des investisseurs. La dissociation des organes de décision et de contrôle, la durée des mandats ou l'indépendance des conseils d'administration sont des mesures susceptibles de favoriser l'équilibre des contre pouvoirs dans la firme.

L'**hypothèse H2** cherche à savoir si le niveau de la structure de gouvernance a une relation négative avec la probabilité d'occurrence de l'activisme. Plus une entreprise respecte de bonnes pratiques et moins elle doit subir d'activisme.

Les prescriptions en matière de gouvernance décrivent un modèle qui semble convergent dans la plupart des sociétés. A partir ces dernières, un modèle de gouvernance va être élaboré autour de l'actionnaire minoritaire (chapitre 2).

H1 : Le niveau de performance a un impact négatif sur la probabilité d'occurrence de l'activisme

H2 : Le niveau de la structure de gouvernance a une relation négative avec la probabilité d'occurrence de l'activisme.

Chapitre 2 : L'élaboration d'un modèle de gouvernance autour de l'actionnaire minoritaire entre performance et protection

La protection des actionnaires minoritaires peut être améliorée de plusieurs manières. Le moyen le plus coercitif est la mise en place d'un cadre juridique renforcé. C'est l'option prise aux Etats-Unis avec la loi Sarbanes-Oxley. En Europe continentale, le législateur hésite à imposer des obligations supplémentaires aux entreprises en raison d'un corpus juridique déjà très dense. De nombreux codes de gouvernance ont souligné l'intérêt du principe de *« respecter ou se justifier »* dans l'adoption des bonnes pratiques afin de laisser plus de souplesses aux sociétés.

L'existence de contre pouvoir passe principalement par le conseil d'administration. Dans ce domaine, la France, longtemps caractérisée par une conception monarchique et solitaire du pouvoir, est encore éloignée de l'approche décomplexée et pragmatique américaine. Dans la plupart des sociétés américaines, le comité des nominations du conseil d'administration se réunit régulièrement pour constituer, puis mettre à jour, le « *succession planning* », c'est-à-dire la liste des cadres dirigeants capables, le moment venu, de prendre la tête de la société. En France, sauf en période de crise, c'est plutôt le président qui choisit son successeur et fait ratifier son choix par les administrateurs. Une fois le dirigeant choisi, sa rémunération doit être arrêtée. Dans ce domaine, les mutations ont été fortes et on ne cache plus dorénavant grand-chose dans les rapports annuels. Ce qui n'empêche pas les actionnaires de vouloir avoir leur mot à dire sur la rémunération des dirigeants et de plus en plus souvent le dernier mot. Aux Etats-Unis, le « *shareholders'advisory board*[28] », quand il existe, exige d'être consulté sur ce sujet. Il n'est pas exclu qu'un jour l'assemblée des actionnaires obtienne de pouvoir approuver ou rejeter la rémunération des dirigeants.

---

[28] Il s'agit d'une entité constituée de représentants des principaux actionnaires qui a un rôle consultatif auprès du conseil d'administration. Celui-ci sollicite son avis sur les investissements importants, l'orientation stratégique de l'entreprise, la nomination des dirigeants, les opérations de fusion et d'acquisition, etc ... Même si les « *shareholders'advisory boards* » n'ont pas de fondement juridique dans la réglementation et le droit des sociétés et sont créés volontairement par le conseil d'administration, on est bien loin du comité des actionnaires qui, en France, regroupe des petits porteurs pour conseiller l'entreprise sur sa politique de communication financière à l'égard de ses actionnaires privés.

La tendance est clairement à un renforcement du pouvoir des actionnaires sur les administrateurs qui passe par plusieurs évolutions. Historiquement, le conseil d'administration proposait à la ratification des actionnaires réunis en assemblée générale la nomination des nouveaux administrateurs. De plus en plus, des groupes d'actionnaires présentent ou souhaitent présenter leurs propres candidats à l'assemblée : Wendel sur Saint Gobain, Havas sur Aegis, les Etats belges et français sur Dexia, etc …Ce n'est pas nécessairement malsain à condition que les administrateurs ainsi nommés n'oublient jamais qu'un administrateur au sein du conseil d'administration n'est pas le porte parole d'un actionnaire ou d'un groupe d'actionnaires, mais celui de l'ensemble des actionnaires. Le lien entre les actionnaires et les administrateurs se renforce par l'habitude prise par les grands actionnaires, investisseurs institutionnels ou non, d'appeler régulièrement le président pour s'informer sur la marche de la société, mais aussi, de plus en plus souvent dans le monde anglo-saxon, de rencontrer individuellement les administrateurs. Ils leur font ainsi des recommandations, en particulier au moment du changement des dirigeants.

Des enquêtes suivent l'évolution de l'adoption des bonnes pratiques qui s'accélèrent nettement à partir de la loi NRE de 2001. Il existe néanmoins un paradoxe souligné par Roe (2002). Pourquoi même en présence d'une bonne protection légale des investisseurs, la concentration du capital persiste dans certains pays ? Il y aurait alors un arbitrage entre le contrôle exercé par un actionnaire important et le niveau d'extraction de bénéfices.
La position des dirigeants ou des actionnaires de référence peut être assurée par des statuts qui les protègent en leurs octroyant des pouvoirs discrétionnaires au travers de pilules empoisonnées ou d'une configuration de l'allocation des droits de vote en leurs faveurs.

Le régime de droit comme facteur de développement d'un modèle de gouvernance est traité dans la section I, puis l'influence de l'environnement juridique et institutionnel sur le comportement des actionnaires minoritaires l'est en section II.

I- Le régime de droit comme facteur de développement d'un modèle de gouvernance

Les entreprises sont généralement réticentes à tout interventionnisme de la part de l'Etat dans leur mode d'organisation. Mais la question de la protection des actionnaires est fondamentale pour le fonctionnement des économies de marchés qui ne peut être du seul ressort des agents économiques.

1. La gouvernance des entreprises : une préoccupation politique

Les Etats se sont largement emparés du thème de la gouvernance et nombreuses sont les recommandations en la matière. En France, le législateur a été particulièrement actif. La succession des rapports et des lois en est la plus parfaite illustration sans compter tout le lobbying médiatique effectué par les associations de défense des investisseurs.

1.1. Le contexte général

Selon un rapport de 2002 sur une étude comparative sur les pratiques de gouvernance au sein des états membres de l'Union Européenne[29], il a été publié depuis 1991 une quarantaine de codes rassemblant les meilleures pratiques de gouvernance. Même si, il existe des différences du point de vue de la définition même du mot gouvernance en tant que traduction du terme anglo-saxons *« corporate governance »*, l'ensemble de ces publications constituent aujourd'hui un corpus théorique et un ensemble de règles codifiés assez uniforme. A la lecture de l'ensemble des recommandations de ces codes, il semble qu'au-delà des divergences intrinsèques aux différentes nations, qu'elles soient juridiques, structurelles ou culturelles, il existe bel et bien un modèle de gouvernance consensuel. Les sources de ces rapports sont diverses, soit ce sont des commissions gouvernementales, soit des organismes de marché plus ou moins liés à l'Etat, soit des associations d'investisseurs ou de défense des actionnaires, soit les autorités de marché et de contrôle des Etats. La seule constante est l'existence d'une économie de marché de type

[29] WEIL, GOTSHAL & MANGES LLP, European Commission, Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and Its Member States, Final Report & Annexes I-III, 28 tbl (2002)

capitalistique intense. D'ailleurs, ces rapports concernent principalement les sociétés cotées même si certains ont vocation à être étendue aux sociétés non cotées et aux entreprises publiques.

La France est définie comme un pays carrefour au sein de l'Europe aussi bien en terme culturel qu'économique. Le débat est important sur la gouvernance et l'étude de son actualité montre qu'elle n'a pas été à l'abri de scandales financiers retentissants. Son marché financier est développé et les entreprises du CAC 40 ont une réelle dimension internationale. Depuis 1995, la France a publié quatre rapports et promulgué trois lois liées à notre sujet.

Depuis la création de l'Association de défense des actionnaires minoritaires (ADAM) en 1991, la contestation au sein des AG s'est faite plus tranchante et plus précise. La position de minoritaire n'est plus la traduction d'une simple position de placement financier. La structure de l'actionnariat des firmes cotées et la liquidité des marchés de cotation, sont aussi les causes empiriques d'un changement de mentalités des actionnaires. Même si, il est plus prudent de parler d'évolution que de révolution, des changements sont bels et biens survenus qui sont à l'origine des débats autour de la gouvernance. L'activisme est aujourd'hui la réponse directe de mauvais choix en termes de gouvernance dans les entreprises. Aujourd'hui, les causes de l'activisme sont nombreuses car dans certains cas l'investissement peut représenter une part beaucoup trop importante du patrimoine, et mettre en danger directement le niveau de vie de certains épargnants. L'absence d'une information peut empêcher la prise de décision au moment opportun en tant qu'actionnaire externe. La baisse de la liquidité des titres mise en minorité et les obligations liées à la législation sur les offres publiques d'achat peuvent entraîner un problème d'équités de valorisation entre les actionnaires pour des mêmes catégories d'action. Le sentiment d'avoir été trahi par ceux en qui l'on avait confiance dans certains cas est aussi une des causes récurrentes de l'activisme. Sous cet angle, il semble beaucoup plus instructif d'analyser la relation entre gouvernance et activisme qu'entre gouvernance et performances boursières.

L'implication nouvelle des actionnaires n'est que la réponse des actionnaires à la communication institutionnelle des firmes pour élargir et fidéliser leur actionnariat. L'action est un contrat, un contrat d'appel public à l'épargne qui est parfois en défaveur de l'actionnaire minoritaire privé de la meilleure valorisation. Les détentions d'actions donnent des droits et des obligations. L'activisme n'est donc que l'exercice de ces droits d'où l'importance du cadre

législatif et juridique qui est finalement le fond du débat. Si la seule application des critères de bonne gouvernance suffisait à réduire l'activisme dans le contexte français, le législateur n'aurait plus qu'à transformer ces recommandations en lois. Mais, ce n'est pas aussi simple.

L'édiction des codes et leurs suivis est encore trop récente pour pouvoir en tirer des enseignements. Les études sur la gouvernance se sont souvent focalisées sur un mécanisme ou un critère en particulier avec plus ou moins de résultat. L'ensemble des critères de gouvernance présenté par les codes et les principes ont été élaboré par différents organismes qu'ils soient du côté des actionnaires ou des dirigeants. Même dans leur diversité, il forme aujourd'hui un corpus important et diffusé. Il est toujours délicat de parler d'une convergence vers un modèle unique de gouvernance mais tous les observateurs sont d'accord sur la nécessité de mieux protéger les actionnaires minoritaires (Cf. Wirtz[30], 2008, Hirigoyen, 2004, Plihon et ali, 2001).

Le suivi des règles de bonne gouvernance les plus largement diffusés est aujourd'hui observé par le marché, et le principe de « *respecter ou de se justifier* » oblige les entreprises à un effort d'explications auxquelles certaines ne se sont toujours pas accommodées. La double nouveauté de la diffusion des principes de gouvernance et d'une refonte du droit des actionnaires permet de revoir le rôle de chaque acteur dans le système de gouvernance.

1.2. Principes et codes de gouvernance

L'adoption d'un principe souple d'application des règles de bonne gouvernance est une réponse aux attentes des acteurs économiques qui ne veulent pas d'un carcan réglementaire supplémentaire. Le choix du principe *« respecter ou justifier »* en est l'incarnation.

[30] D'après Wirtz (2008), une étude pionnière de Fanto (2002) expliquait l'institutionnalisation croissante, en France, du discours d'inspiration anglo-saxonne sur les « *meilleures pratiques* » de gouvernance par l'existence de biais psychologiques. Ces biais seraient repérables notamment dans les codes de bonne conduite, tels que les rapports Viénot. Les résultats empiriques de Fanto sont intéressants mais très novateurs pour ce type de sujet. L'objectif de cet article est double: répliquer la méthodologie pionnière de Fanto, afin d'apprécier sa robustesse, et l'étendre à un code de bonne conduite rédigé postérieurement, afin d'étudier si les facteurs psychologiques repérés par Fanto sont passagers ou s'ils s'inscrivent dans un processus continu de légitimation de « meilleures pratiques » importées.

1.2.1. Choix du principe du *« Respecter ou justifier »*

Le compromis entre les principes, la réglementation et la loi relève d'un consensus entre les différents prescripteurs et utilisateurs de la gouvernance. Cet équilibre est variable d'un pays à l'autre en fonction notamment de leur histoire, de leurs traditions juridiques, de l'efficacité de leurs tribunaux, de leur structure politique et du stade de développement de leurs entreprises. Ces éléments peuvent s'appréhender comme des données prédéterminées qui aboutissent à une combinaison d'instruments législatifs et réglementaires d'une part, et à des codes et principes facultatifs d'autres parts. Dans certains cas, ces codes et principes ont été adossés à l'obligation législative ou réglementaire de «respecter ou justifier ».

Mais, lorsque des recommandations, même facultatives, sur des pratiques de bonne gouvernance sont faites, ceux qu'ils les ont pensé, ont plutôt tendance à vouloir les voir s'appliquer. Les principes ou les codes déterminent le sens du changement. Ils restent la plupart du temps facultatifs car le cadre législatif semble trop rigide pour atteindre de manière efficiente les objectifs fixés. Les autorités préfèrent généralement laisser le choix aux acteurs privés de déterminer les instruments et les structures organisationnelles les plus adéquats. Le risque d'une réglementation comprenant des prescriptions trop détaillées réside dans le détournement de l'idée de la règle pour se focaliser sur la règle elle-même. Dans des pays à tradition juridique de « droit civil » comme la France, le droit des sociétés est déjà très lourd et les entreprises sont plutôt hostiles à un alourdissement de la réglementation. Les dirigeants rechignent toujours à se voir imposer de nouveaux règlements. Par contre, l'obligation de se justifier lorsque les principes de bonne gouvernance ne sont pas appliqués, permet d'appréhender les motivations des dirigeants. Les tenants de cette approche font l'hypothèse implicite que si les justifications ne sont pas suffisantes, le marché sanctionnera l'entreprise.

Le marché requiert toujours plus de liberté mais plus il a de liberté, et plus il a besoin de règles pour encadrer son développement, que ces règles soient écrites ou convenues dans la pratique. On observe ainsi une tendance croissante à confier le soin de définir les règles, non plus au législateur, mais à une autorité de tutelle qui peut elle-même choisir entre des groupes privés concurrents pour définir les normes. Plus récemment, les conditions d'application du droit des

sociétés et de la réglementation correspondante se sont durcies. Par exemple, aux Etats-Unis, les directeurs généraux doivent désormais jurer de l'exactitude de leurs états financiers, ce qui les rend potentiellement responsables de leur publication. Mais ce durcissement correspond aussi aux problèmes de retraitements des comptes que connaissent les entreprises américaines.

En France, la gestion d'actif se fait en grande partie par des organismes de placement collectif en valeurs mobilières qui agissent au nom de leurs investisseurs. Les gérants d'OPCVM rechignent à intervenir dans la gestion des firmes dans lesquelles ils investissent. L'exercice des droits de vote était jusqu'en 2003 facultatif. Mais la diffusion de la gouvernance passe par une plus grande implication des acteurs financiers. Dans la mesure où ils détiennent une grande part des pouvoirs de décision. Le législateur a décidé de les obliger à communiquer publiquement leur politique de vote et ainsi d'augmenter la transparence des pratiques en la matière.

1.2.2. Une illustration du principe *« respecter ou justifier »* à travers la directive OPCVM

Lors de la rédaction des dispositions de son projet de règlement général relatives à l'exercice des droits de vote par les sociétés de gestion, l'AMF a estimé que ces sociétés avaient essentiellement une obligation de rendre compte et non une obligation de voter. Avant son adoption par le collège de l'AMF, le projet de règlement général a fait l'objet de multiples examens par les Commissions consultatives « Activités de gestion individuelle et collective » et « Epargnants et actionnaires minoritaire » de l'AMF et d'un travail de concertation avec les associations professionnelles intéressées. Le texte s'articule autour de plusieurs exigences :

- Présentation de la « politique de vote » de la société incluant les règles, la stratégie de vote par grande catégorie de résolutions, les seuils agrégés de détention de titres.
- Un compte rendu incluant des indicateurs quantitatifs élaborés par la société.
- Un archivage et une traçabilité permanente des modalités d'exercice des droits de vote détenus accessible au siège de la société ou par voie électronique.
- Rédaction des procédures internes, surtout rendant compte de la gestion des situations de conflits d'intérêts.

L'article 66 de la loi de sécurité financière du 1er août 2003 a modifié l'article L.533.4 du code monétaire et financier pour indiquer que les règles établies par l'AMF obligent les sociétés de gestion de portefeuille *« à exercer les droits détenues par les OPCVM qu'elles gèrent, dans l'intérêt exclusif des actionnaires ou des porteurs de parts de ces OPCVM et à rendre compte de leurs pratiques en matière de droits de vote dans des conditions fixées par le règlement général de l'AMF. En particulier, lorsqu'elles n'exercent pas ces droits de vote, elles expliquent leurs motifs aux porteurs de parts ou actionnaires des OPCVM ».*

Au-delà de la volonté affichée par le législateur, de nombreux obstacles restent à surmonter quant à son application. Par exemple, il peut s'avérer compliquer pour des sociétés de gestion filiales de groupes multi métiers d'avoir un intérêt propre résultant de leur position d'actionnaire, de conseil ou de créancier. De même, l'exercice de ce droit présente un coût certain et spécifique pour le gérant d'actifs tandis que ces effets positifs sont mutualisés. Le spectre de comportements passagers clandestin resurgit avec son lot de comportement inefficient. La loi entend remédier à cette situation dommageable en obligeant toutes les sociétés de gestion à rendre des comptes de leurs pratiques[31]. La société de gestion doit informer ses actionnaires avant le vote en exposant sa ligne de conduite et après l'exercice de ces droits de vote afin de rendre compte de ses actions.

Aux Etats-Unis, la SEC a décidé en janvier 2003 d'instaurer une nouvelle réglementation pour encadrer l'exercice des droits de vote en assemblée générale. Ces nouvelles règles obligent les gérants de fonds de placement à rendre publique leur politique et leur méthode de vote en assemblée générale. Les procurations de vote sont tout particulièrement surveillées. De même les procédures de gestion des situations de conflits d'intérêts doivent être explicitées[32]. A posteriori, les gestionnaires sont tenus de communiquer le détail de leurs votes en assemblée générale en indiquant l'objet et le sens de chaque résolution votée. Toutes ces informations doivent être communiquées, sur demande, aux actionnaires du fond, ou publiées sur le site Internet de la

[31] L'Association for Investment Management and Research (AIMR) s'est aussi intéressé au sujet et suggère que les sociétés de gestion doivent rendre compte de leurs votes, prévoir des conditions d'archivage des votes émis et mettre en place des procédures pour l'instruction et le vote des résolutions. Ces recommandations reposent sur un caractère volontaire dans le même esprit que le régulateur.

[32] En août 2004, la SEC a condamné la Deustsche Bank Asset Managementà payer 750 000 dollars pour avoir omis de dévoiler un conflit d'intérêts lors de la fusion HP-Compaq. Elle avait apporté ses voix à la fusion en omettant de révéler que la maison mère, la Deustsche Bank, avait une relation de travail avec HP.
Voir site de la SEC : www.sec.gov/news/press/2003/-100htm.

société de gestion. Ces règles s'appliquent aussi aux entreprises de conseil financier amenées à exercer les droits de vote pour le compte de leurs clients.

Au Royaume-Uni, la FSA a publié un code de bonne gouvernance et de bonnes pratiques *« Combined Code on corporate governance »*. Modifié en juillet 2003, il recommande aux investisseurs institutionnels de voter et de dialoguer avec les sociétés émettrices ainsi que d'évaluer le respect par celles-ci des principes du « gouvernement d'entreprise »

De même, dans sa communication au Conseil et au Parlement européens de son texte de « *modernisation du droit des sociétés et de renforcement du gouvernement d'entreprise dans l'Union européenne – un plan pour avancer* » (mai 2003), la Commission européenne émettait aussi des recommandations sur ce sujet, estimant par exemple que « l*es investisseurs institutionnels devraient être tenus d'informer sur leur politique de placement et leur politique en matière d'exercice des droits de vote dans les sociétés dans lesquelles ils investissent* ».

1.2.3. La prolifération des principes et des codes

Depuis le rapport Cadbury en 1992, il y a plus d'une cinquantaine de codes ou de principes relatifs à la gouvernance ou à l'un de ces thèmes qui ont été publiés dans les pays de l'OCDE. Les caractéristiques hétérogènes des pays aboutissent à des recommandations et des réglementations différentes par ces rapports. Que l'on soit d'accord ou pas sur l'effectivité d'une convergence des modèles de gouvernance dans les économies développés, il est certain que ces différents rapports nationaux ou internationaux comportent de nombreux points communs :

- Améliorer le fonctionnement de la surveillance des conseils d'administration
- Améliorer la qualité des administrateurs
- Améliorer les performances des entreprises
- Faciliter l'accès au capital et développer l'actionnariat individuel
- Améliorer la responsabilité des dirigeants vis-à-vis des actionnaires.

Pour atteindre ces différents objectifs, les Etats sont généralement peu enclin à mettre en place des mesures législatives et réglementaires coûteuses. Le caractère volontaire de ces codes et de ces principes pose la question de leur efficacité. Le rapport Cadbury en Grande-Bretagne a

amené des modifications dans le fonctionnement des conseils d'administration et des directions. Le LSE (London Stock Exchange) a adopté ces principes dans la foulée selon le principe « respecter les textes ou se justifier » avec une vérification par des auditeurs externes. Mais selon une étude du PIRC (groupement d'actionnaires actifs britanniques), les deux tiers des sociétés britanniques ne respectent pas intégralement les normes facultatives en matière de gouvernement d'entreprise et ceci, deux ans après l'introduction du Combined Code (juillet 1998). La séparation des fonctions de directeur général et de président n'est pas toujours respectée. De même, 75% des conseils d'administration sont contrôlés par des administrateurs non indépendants.

En France, les dispositions du rapport Viénot (1995) qui ont été renforcées par la suite ont été appliquées de manière inégale. De plus, certaines dispositions statuaires telles que le régime de SCA et les droits de vote double ont été sciemment écartées des débats. La focalisation sur les aspects formels de ces recommandations leurs ont quelques peu enlevé leurs substances. D'après une étude de Proxinvest de 2003, 42% des sociétés ont opté pour la dissociation des fonctions de président du conseil et de direction général, dont 18 sociétés du CAC 40. Et 70,06% des conseils d'administration des firmes du SBF 120 ne respectent pas les critères d'indépendance au sens de l'AFG (Association française de gestion). Quant à la recommandation du rapport Bouton sur la majorité d'administrateurs indépendants, elle n'est respectée que par 16% des sociétés du SBF 120. Le respect médiocre de ces textes traduit sans doute le fait que ces critères sont difficilement applicables par de nombreuses sociétés et la preuve de leur efficacité reste toujours à prouver d'un point de vue empirique. Il faut aussi du temps pour que ces critères de bonne gouvernance fassent parties de la culture des dirigeants mais aussi des actionnaires. L'efficacité de l'autodiscipline dépend de la répartition des droits de vote et de l'existence d'une véritable relation entre les marchés financiers et les décisions du conseil d'administration.

Le droit des sociétés tel qu'il est codifié dans le code de commerce date de la loi du 24 juillet 1966, qui a subi par la suite de nombreuses modifications. La loi du 24 juillet 1966 porte la marque d'une époque qui se caractérise par une économie administrée d'après-guerre, le dirigisme, l'interaction entre les grandes entreprises, le poids du secteur public et le pouvoir politique. Plus que les statuts propres à chaque entreprise, il définit le contexte juridique applicable en matière de gouvernement d'entreprise en France. La loi du 24 juillet 1966 définit

les pouvoirs dans l'entreprise. Dans la forme la plus courante de société anonyme, le président du conseil d'administration est également directeur général et dispose des plus larges pouvoirs. La loi de 1966 fixe le schéma d'organisation sociale. Les dirigeants ont tous les pouvoirs au motif que les actionnaires auraient le pouvoir ultime. En fait compte tenu du caractère intermittent de l'organe que constitue l'assemblée générale et des difficultés d'implications des actionnaires, mais aussi des très larges pouvoirs conférés par la loi d'une part aux administrateurs et d'autre part aux PDG et DG, l'influence effective des actionnaires sur la détermination de la politique et de la stratégie de la société est marginale.

Les statuts constituent en droit français le pacte social. Il doit suivre les dispositions législatives et réglementaires assorties d'une multiplicité de sanctions, souvent pénales. Au contraire aux Etats-Unis et en Angleterre, l'essentiel des dispositions se trouve dans les conventions entre actionnaires. Il ne s'agit pas en droit français d'une protection de l'actionnaire, mais au contraire d'un modèle imposé d'organisation de la société, dont la jurisprudence montre une extrême réticence à toute modification. La répartition des compétences entre l'assemblée et les organes dirigeants est considérée comme intangible. En contrepartie des pouvoirs régaliens que lui confère sa fonction, le PDG peut être démis de ses fonctions par les actionnaires « ad nutum », c'est-à-dire sans justification aucune.

La globalisation de l'économie a obligé le législateur a adapté le cadre du droit des affaires afin de permettre aux grandes entreprises françaises de se développer à l'extérieur du territoire tout en essayant de préserver le tissu économique national. Il en résulte un mélange hétérogène entre des dispositions qui datent d'une économie administrée à des réformes qui se situent dans le cadre d'une économie de marché. Nombreux sont les rapports internationaux qui classent la France à l'intersection des économies de type anglo-saxonnes et latines. Une des réponses majeures à ce besoin d'actualisation est la loi NRE (Nouvelles Régulations Economiques) qui a été approuvée le 15 mai 2001. Cette loi contient de nombreuses références à la promotion des règles de bonne gouvernance au sein des entreprises françaises qu'elles soient publiques ou privées. Ces recommandations ont été largement inspirées par les rapports Viénot I et II et le rapport Hellebuyck I (le rapport Hellebuyck II et le rapport Bouton n'étant pas encore publié alors). Toutefois, toute latitude a été laissée aux dirigeants et à leurs actionnaires d'adopter

ou non ces recommandations, les rapporteurs et le législateur ont rechigné à entamer la liberté d'entreprendre et la liberté contractuelle.

La loi de Sécurité Financière a été soumise à l'approbation du Parlement le 21 mars 2003 afin de répondre encore une fois à une actualité internationale brûlante. Car elle n'existerait sans doute pas sans l'adoption de la loi américaine Sarbanes-Oxley qui a pour objectif majeur l'assainissement des questions financières aux Etats-Unis. La fiabilité de la loi de sécurité financière est assurée par les nouvelles institutions de contrôle, l'indépendance accrue des commissaires aux comptes et leurs meilleures conditions d'exercice. La loi n°2003-706 de Sécurité Financière a été promulguée le 1er août 2003 et publiée au Journal Officiel le 2 août 2003. Il a été créé une Autorité des Marchés Financiers (AMF) par la fusion de la Commission des Opérations de Bourse (COB) avec le Conseils des Marchés Financiers (CMF). L'AMF a des pouvoirs et des prérogatives étendues, ce besoin de rapidité et d'efficacité doit permettre de sauvegarder la confiance des investisseurs. Cette loi couvre des thèmes autour de la modernisation et du regroupement des autorités de contrôle des activités financières, de la sécurité des épargnants, des assurés et des déposants, et ainsi que de la modernisation du contrôle légal des comptes.

Devant l'actualité économique qui a suivi la loi de sécurité financière, une autre loi est venue renforcer les règles en matière de gouvernance. La loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie (dite loi BRETON) (JO 27 juillet 2005) contient des dispositions en droit des sociétés, en matière d'aménagement des règles de quorum pour la tenue des assemblées générales de SA, de tenue des conseils d'administration et de surveillance en utilisant les moyens modernes de télécommunications, de suppression du rapport d'information sur les méthodes de travail du conseil d'administration ou de surveillance pour les SA ne faisant pas appel public à l'épargne. L'application du régime des conventions réglementées aux indemnités de départ et aux retraites supplémentaires des dirigeants de sociétés cotées est aussi modifiée avec le renforcement de l'obligation d'information des actionnaires sur le régime de rémunération des mandataires sociaux. Il y a des règles de transparence accrues sur les opérations de rachats par les sociétés de leurs propres actions et d'appel public à l'épargne.

Les notions de contrôle de société et de règles de franchissement de seuils de participation ont aussi été modifiées. Le statut de société européenne a aussi été introduit en droit français.

Depuis longtemps déjà, les sociétés françaises sont obligées par la loi de publier des informations financières aux BALO (Bulletin des Annonces Légales Obligatoires). Les firmes cotées doivent être maintenant auditées par deux auditeurs de deux cabinets d'audit différents menant leur mission conjointement.

A travers ces lois, il ressort avant tout l'idée qu'une bonne gouvernance passe par une meilleure répartition des contre pouvoirs dans les sociétés cotées avec un accroissement des responsabilités des personnes en charge du contrôle.

2. La répartition des contre pouvoirs dans les sociétés cotées

Le conseil d'administration est l'organe de contrôle. L'administrateur a l'obligation d'être proactif, de demander des éléments aux dirigeants, voire d'être inquisitorial à leur égard. A défaut, sa responsabilité pourra être engagée en cas de survenance d'un risque important. A cet effet, l'administrateur peut être amené à couvrir sa responsabilité en souscrivant des contrats d'assurance D&O (*Director& Officer*) qui ne lui éviteront pas des sanctions pénales mais couvriront ses frais de défense s'il est mis, le cas échéant, personnellement en cause. Mais sa meilleure protection reste probablement l'action dissidente. L'administrateur opposé à une décision peut demander à ce que son désaccord et les raisons qui le motivent soient consignés dans le procès verbal de la réunion.

2.1. La place des administrateurs

Parmi les grandes économies, la France est un des pays qui imposent les obligations les plus strictes à ses administrateurs. Néanmoins, la probabilité reste infime qu'un administrateur externe d'une société française finisse par être personnellement responsable.

En France, les sociétés cotées prennent le plus couramment la forme de Sociétés anonymes (SA), pourtant seule une minorité des SA sont publiquement cotées. Le premier, et le plus populaire, est le modèle (un tiers) où l'autorité exécutive est formellement dévolue au conseil d'administration et où le président du conseil est aussi le chef de l'exécutif opérant sous le titre de président directeur général. La deuxième option introduit la structure dissociée où le modèle précédent comporte une séparation stricte entre la fonction de président du conseil d'administration et de PDG. Mais les firmes gardent la possibilité de confondre à nouveau ces fonctions pour une même personne en option dans leurs statuts. La troisième option est la structure dualiste (deux tiers), similaire au modèle allemand, avec un directoire et un conseil de surveillance. Un peu plus de 5 % des sociétés ont cette structure, cette option est plus populaire parmi les sociétés françaises les plus importantes.

Dans les firmes avec confusion des fonctions, le nombre d'administrateurs exerçant des fonctions exécutives ne peut excéder plus d'un tiers de la composition du conseil d'administration. Cependant, il n'y a pas d'exigences concernant l'indépendance des administrateurs externes. En effet, traditionnellement le PDG nomme les membres du conseil d'administration.

Les administrateurs sont responsables de toutes infractions ou manquements à leurs devoirs envers la société qu'il administre d'après la législation sur les sociétés anonymes. Cette obligation n'est pas définie, mais il est conventionnellement admis que les administrateurs doivent faire preuve de la même prudence et de la même diligence qu'un administrateur dans une situation similaire. Pour les administrateurs externes, cela signifie qu'ils doivent prendre une part active dans les intérêts de la société et dans la surveillance des décisions du PDG ainsi que des autres administrateurs affiliés à la société. En réalité, ils ont plutôt la réputation d'assister que de manière sporadique aux réunions du conseil et de ne fournir qu'un effort limité par rapport à leurs homologues étrangers. Néanmoins, les administrateurs sont rarement légalement responsables de leurs erreurs de gestion ou des autres manquements à leurs devoirs.

La complexité des procédures est pour beaucoup dans l'explication de la rareté des sanctions légales. Par rapport aux obligations des administrateurs dues à leurs sociétés, les

conseils déterminent quand la société devrait poursuivre. Mais ils ne poursuivent que rarement leurs propres membres. En théorie, un actionnaire individuel peut agir en justice pour assurer la défense de ses intérêts personnels. L'actionnaire qui agit en réparation du préjudice résultant de la perte de valeur de ses actions, consécutives à des fautes de gestion, ne peut invoquer, en général, un préjudice personnel. Ce préjudice n'est en effet, le plus souvent, que le corollaire des pertes sociales et du préjudice directement subi par la société. L'action en réparation de ce préjudice ne peut, dès lors, être menée que pour le compte de la société (Cass. Co., 1er avr. 1997, n° 94-18.912 : Droit et patrimoine, n° 54, nov. 1997, p. 86, note J.P. Bertrel). La législation française ne fournit pas de mécanismes qui transfèrent les coûts de la procédure à la société. Par conséquent, les actionnaires qui veulent lancer une procédure doivent être prêt à en payer le prix, même si finalement il y a un jugement en faveur de la société.

Pour aider à supporter les coûts, les actionnaires peuvent former des associations pour lancer une procédure en action sociale. Les actionnaires doivent réunir un seuil minimum de 5 % du capital pour lancer une telle action, mais ce seuil est ramené à 1 % pour les sociétés dont le capital en actions dépasse les 15 millions d'euros. Car, outre l'action en réparation de préjudice qu'ils ont subi personnellement, les actionnaires peuvent exercer une action sociale en responsabilité contre les administrateurs. Les demandeurs sont habilités à poursuivre la réparation de l'entier préjudice subi par la société à laquelle, le cas échéant, les dommages et intérêts sont alloués (C. com., art. L. 225-252). Est réputée non écrite toute clause des statuts ayant pour effet de subordonner l'exercice de l'action sociale à l'avis préalable ou à l'autorisation de l'assemblée générale ou qui comporterait par avance renonciation à l'exercice de cette action ; aucune décision de l'AG ne peut avoir pour effet d'éteindre une action en responsabilité contre les administrateurs pour faute commise dans l'accomplissement de leur mandat (C. com., art. L. 225-253). L'action en responsabilité contre les administrateurs, tant sociale qu'individuelle, se prescrit par trois ans, à compter du fait dommageable ou, s'il a été dissimulé, de sa révélation. Toutefois, lorsque le fait est qualifié de crime, l'action se prescrit par dix ans (C. com., art. L. 225-254).

2.2. Les obstacles à la mise en pratique d'actions sociales

Les actions sociales sont rares. Le fait que la législation française ne permet pas de transférer le coût de la procédure, même en cas de succès de l'action est certainement un frein. La règle qui régit les actions au civil implique que le perdant, l'actionnaire mécontent, paye à la fois ses frais mais aussi ceux de celui qu'il a attaqué, la société ou ses administrateurs.

L'actionnaire peut sous certaine condition entreprendre une action individuelle pour recouvrir une perte qu'il a personnellement subi. Il n'existe pas comme en Grande Bretagne de solution de type « *unfair prejudice* », mais les tribunaux peuvent se baser sur les règles générales de l'abus de droit pour remédier à l'oppression des minoritaires par les majoritaires. En pratique, l'action judiciaire dans le cadre d'un abus de droit est généralement limité aux situations dans lesquelles l'actionnaire dominant a tiré avantage de sa position pour extraire des profits personnels indus. Les administrateurs externes qui ont été principalement négligent par inadvertance devraient cependant avoir peu de soucis à se faire.

Dans la législation française, la révélation d'irrégularités de gestion peut aussi fournir la base d'une procédure aux actionnaires à l'encontre des administrateurs de la société. Mais pour qu'un actionnaire puisse attaquer directement un administrateur plutôt que l'entreprise, la Cour de cassation a émis la condition que l'actionnaire puisse démontrer que ces actions ou ces omissions soient séparables de l'exercice des fonctions de l'administrateur dans l'entreprise. La négligence par omission n'est pas une faute séparable de la fonction. Par conséquent, il est peu probable qu'un administrateur externe soit poursuivi personnellement.

Les contraintes liées aux coûts de la procédure en France freinent généralement les ardeurs des actionnaires mécontents, d'autant plus que s'ils perdent, ils supportent personnellement les frais de procédures. L'absence dans la législation de procédure en « *class action* » comme aux Etats-Unis rend l'exercice encore plus difficile et périlleux. Il n'y a pas non plus la possibilité de faire supporter le risque financier sur leurs représentants juridiques. La France permet aux avocats de demander un pourcentage additionnel sur leurs factures si le client

gagne le procès mais les accords de contingence (contingency agreements) à l'américaine sont interdits.

La rareté des actions en justice des actionnaires a également un impact sur le traitement législatif de la protection des administrateurs des sociétés à capitaux ouverts susceptibles de connaître un contentieux. Il n'existe pas d'obligations légales concernant les assurances concernant les dirigeants ou les administrateurs (D&0 insurance) ou les indemnisations pour des jugements défavorables, les arrangements, ou les coûts de procédures. L'explication de cette absence pourrait provenir de la rareté des procès touchant personnellement les administrateurs. Alors que l'indemnisation des administrateurs n'est pas légalement réglementer, l'entreprise prend traditionnellement en charge les différents frais à moins que la nature de sa responsabilité soit criminel ou proviennent des manquements de l'administrateur envers la société elle-même. De même, les assurances prennent en charge la grande majorité des litiges civils, à l'exception de celles impliquant des fraudes ou de mauvais comportements intentionnels. Dans le passé, les entreprises françaises ne s'inquiétaient pas de prendre ces assurances, mais aujourd'hui la peur du litige a répandu ce type de précaution dans toutes les entreprises faisant à appel à l'épargne publique.

En 2006, le législateur a considérablement réformé les procédures collectives. Si les circonstances dans lesquelles les administrateurs de sociétés en faillite peuvent être sanctionnés ont été modifiées d'une certaine manière, le régime de responsabilité n'a pas changé fondamentalement. Avant les réformes de 2006, une SA qui cessait de payer ces dettes avaient un délai de 15 jours pour faire une déclaration formelle de cessation de paiements ou rechercher une médiation judiciaire. Les administrateurs manquants au même devoir de déclaration pourrait être porté responsable personnellement des dettes de la société. Une cour présidant à la liquidation ou à la mise sous tutelle de la société en difficulté pourrait aussi poursuivre les administrateurs soupçonnés de faute de gestion et les rendre personnellement responsable des dettes impayés, en supposant qu'il y ait un lien de causalité entre leurs mauvais comportements et l'insuffisance d'actif.

En dépit de la responsabilité théorique, les risques sont en pratique relativement faibles pour un administrateur externe. Les liquidations de sociétés cotées sont rares, donc il y a peu d'exemples où un liquidateur soit en position de lancer une procédure. Quand une société cotée est liquidée, la publicité qui l'accompagne, pourrait pousser le liquidateur à enquêter sur les réclamations potentielles à l'encontre des administrateurs. Cependant, le liquidateur doit aussi prendre en compte les dépenses, les retards et le faible montant des actifs à récupérer en cas de succès de la procédure. Et dans l'éventualité de poursuite, il est probable que les administrateurs soient couverts par leur assurance[33].

La réforme introduit en 2006 relâche certaines exigences légales concernant les administrateurs en rallongeant à 45 jours la période dans laquelle une entreprise qui ne peut pas faire face à ses engagements doit déclarer son insolvabilité ou la mise en place d'une procédure de redressement. Le pouvoir de tenir les administrateurs responsables de dettes impayées dans les cas de fautes commises dans leur gestion reste essentiellement inchangé. Les risques supportés par les administrateurs externes restent finalement improbables même avec les amendements au droit des faillites de 2006.

L'apparente impunité des administrateurs prend source dans la conception juridique de la responsabilité délictuelle. Afin de ne pas brider l'esprit d'entreprise, le législateur a considéré le caractère subjectif de la faute.

[33] C'est pourquoi d'après le contexte français, la responsabilité des administrateurs est surtout liée à une décision de la cour en 1986, par la suite confirmée en appel (Paris, 18 juin 1991). Des administrateurs agissant au nom de la société détenant un intérêt majoritaire dans la société de détail électronique Nasa Electronique en faillite était parmi les accusés dans un cas où des dommages de plus de 400 millions de francs avaient été attribués. Mais, il n'est pas possible de savoir si les administrateurs mis en cause étaient des administrateurs externes ou s'ils ont payé les dommages personnellement.

2.3. L'évolution de la responsabilité délictuelle

Elle est tout à fait comparable à celle du droit des contrats, tant en ce qui concerne les leçons de l'économie politique que ses axes juridiques. A l'époque du Code Civil, la responsabilité délictuelle est essentiellement basée sur la faute. C'est le fondement théorique qui correspond à l'idéologie libérale. La révolution industrielle entraîne pourtant un déclin considérable de la responsabilité pour faute, même dans une économie libérale.
En vertu du principe de l'autonomie de la volonté, on ne doit admettre que d'une façon exceptionnelle des obligations qui ne reposent pas sur la volonté d'un individu. Celui qui cause un dommage à autrui ne doit être obligé à le réparer que dans les cas où il a voulu le dommage (délit civil ; art. 1382 C.C.) ou lorsqu'il a commis une faute d'imprudence ou de négligence (quasi-délit, art 1383). Même dans ce second cas, la responsabilité est à base de volonté et subjective : l'auteur du dommage ne peut s'en prendre qu'à lui-même, à son propre comportement, s'il est obligé de réparer le dommage.

La responsabilité pour faute est considérée comme la plus propre à développer la libre initiative des individus (la libre entreprise). Si l'on fait peser sur quelqu'un, par exemple un chef d'entreprise, des obligations de réparer des dommages qui ne sont pas dus à sa faute personnelle on risque d'entraver son esprit d'initiative. Si des activités non fautives peuvent entraîner des obligations de réparer, on risque d'encourager l'inertie, de décourager ceux qui agissent. La responsabilité pour faute est individualiste. C'est un rapport entre l'auteur du dommage et la victime. Elle exclut toute idée de solidarité.

Elle conserve une très grande importance dans notre droit actuel. Elle constitue la base du droit commun de la responsabilité civile, et gouverne la responsabilité du fait personnel (sauf en ce qui concerne les déments). Elle implique un élément subjectif --- l'auteur doit avoir la conscience des ses actes --- et un élément objectif --- la violation d'une norme de conduite sanctionnée par le droit. Est en faute l'individu conscient de ses actes qui a un comportement blâmable. C'est indiscutablement le fondement le plus accessible à l'opinion commune, celui qui correspond le mieux à la morale dominante.

Mais il n'y a aucun rapport, en droit civil, entre la faute et sa sanction : l'auteur de la faute a l'obligation de réparer l'intégralité du dommage. Il n'y a donc aucune proportion entre la faute et la sanction. Surtout, toutes les fautes non intentionnelles étant assurables, il n'y aura aucune sanction dans l'immense majorité des cas. L'assurance retire l'essentiel des intérêts moraux que pouvait présenter la responsabilité basée sur la faute. Les fautes non intentionnelles sont devenues des risques que prend en charge l'assurance. Ces théories du risque sont apparues avec la révolution industrielle (fin du XIXe siècle) et dans les pays de la famille juridique « romano-germanique ».

Ces théories présentent des traits communs. Elles relèvent d'abord l'insuffisance de l'idée de faute comme fondement des obligations de réparer un dommage. L'idée de faute a sa place normale en droit pénal, mais en droit civil il ne s'agit pas d'apprécier un comportement, il s'agit essentiellement de réparer un dommage. Une personne a subi un dommage en raison de l'activité d'une autre, il y a, en quelque sorte, un équilibre à rétablir. Or il peut y avoir d'autres raisons que la faute pour rétablir cet équilibre. Le simple fait de l'activité de l'auteur du dommage ne doit-il pas être pris considération ? Par hypothèse, la victime n'a rien fait, elle a subi une atteinte du fait de l'activité d'une autre. C'est celui qui a agi qui doit réparer le dommage. La responsabilité devient objective : est responsable celui qui a matériellement causé le dommage. Celui qui cause à autrui un dommage en raison de son activité doit réparer le dommage. Mais à ce principe de base on peut apporter des précisions. La responsabilité pour risque peut avoir plusieurs justifications. Le risque profit : Celui qui a le profit d'une activité doit en supporter les risques.

La prise en compte des déviances par la loi semble à chaque fois en retard sur l'évolution des pratiques. A chaque scandale financier, le législateur tente une réponse a posteriori. Des enquêtes suivent périodiquement les progrès des entreprises depuis le rapport Viénot en 1995.

3. Résultats de différentes enquêtes sur le gouvernement d'entreprise post Viénot

Le capitalisme français a beaucoup évolué, pourtant il garde ses particularités par rapport aux modèles anglo-saxons. L'Etat a souvent été taxé d'interventionnisme par rapport aux autres économies développées mais en période de crise, son rôle est crucial dans le retour à une situation

normale car il est seul à pouvoir garantir les créances plus douteuses comme c'est le cas avec la crise des *« subprimes »*.

3.1. L'évolution de la structure de gouvernance en France

L'évolution du capitalisme français est avant tout caractérisée par le désengagement de l'Etat à partir de 1984. La dérégulation de cette période a permis à certaine société de rechercher des capitaux sur le marché financier afin de combler leurs besoins de ressources. Mais la majorité des grandes entreprises restait encore sous contrôle direct de l'Etat. C'est seulement lors du changement de gouvernement en 1986 que l'Etat a lancé la première vague de privatisations. Ce mouvement de libéralisation sera interrompu jusqu'en 1993 où une seconde vague de privatisations va être engagée. Mais le modèle anglo-saxon était encore loin de s'imposer en France. D'une part, à cause des mentalités des dirigeants des grandes entreprises françaises qui étaient victimes d'une inertie culturelle[34]. D'autre part, l'Etat a favorisé la formation d'un réseau complexe de participation entre un petit nombre de grandes sociétés, appelé des « *noyaux durs* ». L'opacité de ces noyaux durs a longtemps été dénoncée par les chantres du modèle anglo-saxons et a été vu comme un frein à la gouvernance.

A partir de 1995, ces réseaux ont commencé à disparaître progressivement. Dans un premier temps, le développement de l'actionnariat salarié a semblé être un bon moyen de fusionner les deux systèmes. L'idée était séduisante, obtenir des capitaux nouveaux et aligner les objectifs des salariés sur celles des entreprises et tout cela en gardant la propriété des entreprises sur le territoire national. Cependant, les résultats sont mitigés et à présent les actionnaires salariés sont plutôt perçus aujourd'hui comme un frein à la maximisation de la valeur des firmes du fait d'un excès de conservatisme et d'une plus grande aversion aux risques par rapport aux autres types d'actionnaires. L'ouverture du capital des grandes sociétés aux investisseurs internationaux a obligé les dirigeants à s'adapter aux nouveaux standards de « *Corporate governance* ».

[34] Cf Wirtz Peter, Mental Patterns, Corporate Finance and Institutional Evolution : The Case of the french Corporate Governance System, IAE Dijon Janv 2000

Le problème de la gouvernance aux Etats-Unis est celui du caractère diffus de la structure actionnariale et donc de la latitude importante laissée aux dirigeants, cette problématique a été résumée par l'expression américaine « *Strong Managers, Weak Owners* ». En Europe continentale, les entreprises mais surtout les actionnaires sont confrontés à une autre problématique, celle des « *Strong Blockholders, Weak owners* ».

Les actionnaires minoritaires sont pour ainsi dire exploités par les détenteurs de blocs de contrôle. Et ce sont ces actionnaires de contrôle qui élisent et rémunèrent les organes de direction. Le dirigeant se trouve lui-même dans l'obligation d'élaborer sa stratégie personnelle sous la contrainte de ces obligations le liant à l'actionnaire de contrôle, obligations qui sont généralement peu transparentes.

Une étude[35] menée par l'European Corporate Goverance Network (ECGN), un réseau de chercheurs et de praticiens européens résidant dans différents pays, a essayé d'identifier et d'analyser les caractéristiques du capitalisme en Europe. Sept équipes dans sept pays membres ont cherché à construire une base de donnée commune pouvant permettre de comparer des mesures de concentration du capital, de diffusion de la propriété par type d'actionnaire, du degré de concentration des droits de vote et bien sûr du degré de séparation en propriété et contrôle. L'origine du projet était due à l'existence de la Directive sur la transparence des entreprises (88/627/EEC), des 1ères, 2ème, 4ème et 8ème Directives sur les sociétés, des Directives comptables sur les Institutions Financières et bancaires (86/635/EEC) et des sociétés d'assurance (91/674/EEC) qui devait permettre d'élaborer cette base. Or, cette entreprise se révéla extrêmement ardue car ces directives européennes n'ont pas permis aux chercheurs d'établir cette base de donnée. Il est déjà difficile d'obtenir des informations sur les sociétés sur un territoire national, alors quand les sociétés sont transnationales, c'est encore plus difficile.

Par exemple, aucune directive ne permet d'obtenir des informations consultables sur la structure de propriété, pas même pour les entreprises faisant recours à l'épargne publique. Les investisseurs achetant des actions dans une société cotée qui appartient à un groupe seront incapables de déterminer avec précision le portefeuille dans lequel ils investissent et/ou qui

[35] Barca et Becht (2001), The Control of Corporate Europe, ECGN, Edit. Oxford

exerce le contrôle ultime. Ce manque de transparence affecte le coût des capitaux. L'incertitude sur la fiabilité des sociétés renforce la préférence pour la liquidité des investisseurs et donc augmente la prime de risque exigée. Et lorsque l'information est vraiment trop opaque, ils n'investissent pas du tout. C'est pourquoi, les investisseurs font pression sur les entreprises pour adopter des dispositions qui augmentent la lisibilité. Aux vues, des enquêtes engagées par différentes sources, les résultats sont mitigés.

Les particularités du capitalisme français ne le rendent ni plus imperméable ni plus exposé aux défaillances en matière de bonne gouvernance. L'activisme des actionnaires minoritaires vient en complément des autres mécanismes de contrôle externe.

3.2. Les institutions participant au contrôle externe

Parmi ces mécanismes provenant de l'environnement de la firme, le marché est de loin le thème majeur des théories financières. Il est personnalisé dans les discours des économistes, des politiques et des journalistes. Pendant longtemps, il a été perçu comme le principal facteur de contraintes des comportements opportunistes.

3.2.1. Les limites de la discipline des marchés

Le caractère opéable des sociétés cotées est un des caractères mis en avant par de nombreux théoriciens pour répondre aux dérives éventuelles de l'entreprise managériale.
Ce modèle repose sur l'idée que le besoin de capital de l'entreprise est satisfait par une forte atomisation des actionnaires et par l'existence d'un marché financier très développé. Les dirigeants salariés sont à priori tout puissant face à ces actionnaires dispersés. Le contrôle de l'action des dirigeants n'est en effet pas exercé au travers des institutions juridiques de gouvernement d'entreprises (assemblées générales d'actionnaires, conseils d'administration). Les actionnaires individuels ont peu de poids lors des assemblées d'actionnaires, les membres extérieurs du conseil sont nommés sur proposition des dirigeants qui les choisissent dans leur propre réseau de pairs. Les conditions sont donc réunies pour voir se développer des entreprises de type managérial. La régulation du comportement opportuniste des dirigeants est alors censée

s'effectuer de manière externe sur le marché de la prise de contrôle d'entreprises. Lorsque la performance économique d'une entreprise n'est pas satisfaisante, les actionnaires sont incités à céder leurs titres, faisant de l'entreprise une cible potentielle d'OPA inamicale. Si elle apparaît crédible cette menace doit inciter les dirigeants à réaligner la stratégie de l'entreprise et les politiques opérationnelles sur l'objectif de création de valeur pour les actionnaires. L'efficacité théorique de ce mode de régulation repose donc sur l'efficacité du marché pour la prise de contrôle des entreprises : absence de mesures anti-OPA telles que l'existence de pilules empoisonnées, transparence de l'information financière…Manne (1965) expliquait que seul le système des prises de contrôle fournissait l'assurance d'une compétition efficace entre les managers des firmes et offrait ainsi une bonne protection des intérêts d'un vaste nombre de petits actionnaires sans pouvoir de contrôle. Easterbrook et Fischel (1981), soutiennent que les offres publiques hostiles sont une manière pour les investisseurs externes de rassembler les intérêts divers d'un actionnariat dispersé face aux problèmes d'agence. Easterbrook et Fischel (1982) expliquent que le marché du contrôle peut réduire les coûts d'agence si de meilleurs managers obtiennent le contrôle des actifs de la firme ou s'ils altèrent la structure des incitations rencontrées par les dirigeants existants. Les OPA et les changements profonds dans le management augmentent la richesse des investisseurs. Gilson (1981) affirme que les prises de contrôle sont supérieures aux fusions, aux ventes d'actifs, ou aux batailles de procuration pour écarter les dirigeants les moins performants.

De très nombreuses études ont cherché à valider empiriquement le lien existant entre la performance des OPA et les stratégies mises en œuvre (Couret et Hirigoyen, 1992). La plupart des résultats obtenus au cours de ces dernières années montrent que les performances anormales réalisées par les sociétés acquéreuses varient entre le négatif et le faiblement positif, elles sont d'ailleurs très nettement inférieures à celles réalisées par les cibles. En d'autres termes, ces performances anormales profitent plus aux actionnaires de la cible, qui profitent de la création de valeur initiée par la stratégie d'acquisition, qu'aux actionnaires de la société acquéreuse. Roll (1986) souligne l'anticipation de synergies négatives par le marché. En raison des primes offertes, le transfert de richesse au détriment des actionnaires de la firme acquéreuse. Quant à l'étude de Kaplan et Weisbach (1992), elle met en évidence l'inefficacité des opérations

d'acquisition à partir d'un échantillon qui porte sur les 282 plus grandes fusions et acquisitions réalisées aux Etats-Unis entre 1971 et 1982.

Lorsque l'on se réfère au marché, les investisseurs institutionnels ont une place privilégiée dans la hiérarchie des agents disciplinaires. Cependant, la nature même de ces fonds peut représenter une contrainte pour l'exercice d'un contrôle effectif sur les firmes.

3.2.2. Limites des types de fonds de pension et coût d'une résolution

En France, la majorité de l'épargne est placée au travers de SICAV ou d'OPCVM. L'industrie des gestionnaires pour le compte de tiers se compose d'une diversité d'acteurs qui fonctionnent selon des contraintes et des logiques distinctes. Parmi les éléments qui différencient les gestionnaires de fonds pour le compte de tiers figures en premier plan la nature de l'obligation portée par le gestionnaire, qui peut s'appliquer soit à ses résultats, soit aux moyens qu'il engage dans son activité.

Dans le premier cas, le mandataire agit en supportant entièrement le risque économique lié aux opérations qu'il dirige. Dans le champ de la gestion financière pour le compte de tiers, seul les fonds de pension, dits à prestations définies (DB pension funds) font face à ce type d'obligation. L'obligation de résultats incite ces investisseurs à un comportement de placement très prudent : leurs participations n'excèdent jamais 0,5% du capital de la firme cible et 0,4% de la valeur de leur portefeuille d'actif (données Shareworld 1997-2000). Le plus connu de ces fonds DB est CalPERS (the California Public Employees Retirement System) car il est l'un des plus importants mais aussi l'un des plus actifs puisqu'il développa depuis 1987 un programme de Corporate Governance repris par de nombreuses autres institutions.

A la fois les chercheurs et la presse spécialisée se sont interrogés sur l'existence d'un effet CalPERS comme leader de l'activisme actionnarial. Les études de Smith (1996), Nesbitt (1994), Martin et ali. (2000), et Martin et ali (1996) se sont intéressées uniquement aux cas concernant des évènements liés à CalPERS. Certains résultats suggèrent qu'il y a parfois correspondance

entre les actions de CalPERS et des hausses de valeurs des actions de la firme ciblée. Mais, il y a aussi de nombreux résultats qui suggèrent que l'activisme mené ou supporté par CalPERS a été associé avec des baisses de cours des actions concernées. Alors, il semble difficile d'octroyer des résultats au-dessus de la moyenne à CalPERS dans le choix des actions sur les firmes ciblées et sur les tactiques adoptées. Il est aussi difficile de savoir si l'activisme de CalPERS peut être généralisé aux efforts d'activisme des autres investisseurs.

Les actionnaires institutionnels votent sur des milliers de résolutions chaque année, et n'accordent seulement qu'un effort limité pour décider comment voter sur telle proposition particulière de telle firme. Dans la grande majorité des cas, un investisseur institutionnel va supporter le management ou suivre les lignes préexistantes de vote. Les activistes, face à des votants semi-informés, présentent habituellement des projets de résolutions déjà proposés par d'autres actionnaires à d'autres firmes, plutôt que d'en développer des nouvelles ou des plus spécifiques à la firme qui pourraient échouer simplement parce que cela demanderait une analyse détaillée des autres actionnaires. Black B.S. (1990) débat de l'influence des économies d'échelle qui mènent à l'activisme des institutions pour concentrer leurs efforts sur la structure et les processus de formation des propositions.

Les propositions d'actionnaires soumises par les investisseurs institutionnels proviennent la plupart du temps des fonds de pension « publics » aux Etats-Unis. Gillian S.L.et Starks S.T. (2000) fournissent une revue des acteurs qui soumettent des propositions. Ces fonds de pension « publics » pourraient être plus enclin à émettre des propositions car ils seraient confrontés à moins de conflits d'intérêts que les autres investisseurs institutionnels lorsqu'ils défient les dirigeants de la firme.

Black (1990) débat de ces conflits, ainsi que Brickley et ali (1988) rapportent qu'il existe une relation entre conflits d'intérêts et orientation du vote des investisseurs institutionnels. Mais Romano R. (1993) remarque que les fonds de pension « publics » peuvent parfois avoir des considérations politiques, plutôt que la recherche de la maximisation du profit. Plus généralement, Coffee (1991) indique que les investisseurs institutionnels font face à leurs propres coûts d'agence et d'information, ce qui peut réduire leur capacité de contrôle et de surveillance.

Seule une faible minorité d'investisseurs institutionnels a toujours soumis une proposition d'actionnaire. Par exemple, Daily et ali (1996) ont dans leur étude identifiée 13 institutions, sur un échantillon de 975, qui ont soumis une proposition d'actionnaire pendant la période 1986-1994. Les propositions sont aussi quelques fois soumises par des investisseurs particuliers ou des syndicats, quand ils savent qu'ils peuvent compter sur le support des investisseurs institutionnels. D'une certaine manière, les syndicats et les actionnaires individuels agissent comme des mandataires des investisseurs institutionnels. Les propositions de résolutions sont souvent ciblées sur des firmes qui ont une performance inférieure aux firmes du même secteur sur une période de temps importantes. Par exemple, CalPERS, le *« Council of Institutional Investors »,* et TIAA-CREF, identifient annuellement une poignée de firmes sous performantes comme cible d'initiatives de mesures de gouvernance. Ceci donne aux propositions un double rôle : à la fois comme un moyen d'améliorer les mécanismes de gouvernance et comme un signal des investisseurs aux managers de leurs mécontentements.

Smith (1996) décrit qu'une fois que ces institutions ont ciblé une firme, le plus souvent elles commencent par une approche informelle de cette firme, recherchant ainsi un accord négocié sur des changements dans la gouvernance. Souvent cette approche négociée réussie, et donc, aucune proposition n'est soumise formellement. Mais si les dirigeants rechignent à trouver un accord, une proposition de résolution formelle peut en résulter. La réaction de la firme à la pression informelle d'un investisseur institutionnel, qui sous-tend la négociation, va dépendre de la connaissance de chaque partie des probabilités de succès du vote de cette proposition si une proposition formelle est faite.

La firme ciblée sait qui sont ses principaux actionnaires, car les institutions financières doivent rendre publiques tous leurs actifs chaque trimestre dans la réglementation américaine (U.S. securities rules). Dans les propositions périodiques, de telles propositions pouvant receler des pilules empoisonnées, l'estimation du résultat du vote par l'initiateur va être assez précise, et va ainsi pouvoir fournir les bases d'un accord informel entre l'initiateur et la firme.

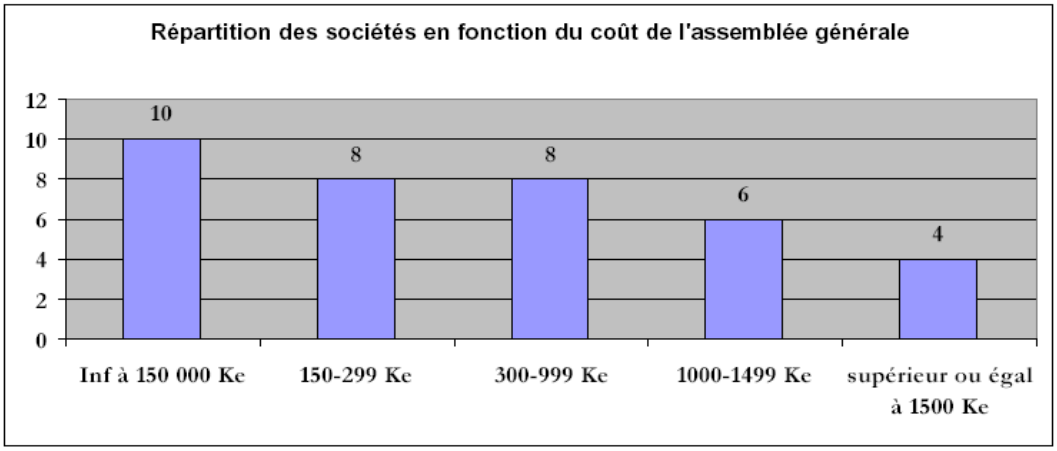
La force financière même des fonds de pension constituerait pour eux une contrainte. En effet, lorsqu'un épargnant individuel désapprouve l'orientation d'une entreprise ou est insatisfait de ses résultats, il peut céder son titre financier et se porter acquéreur d'un actif d'une autre

société. Tel n'est pas le cas d'un fond de pension puisque, compte tenu de sa masse financière, tout désengagement brutal de sa part provoquerait, inévitablement, une baisse du cours du titre de la société dans laquelle il a investi ses capitaux et ce faisant, lui causerait une perte de patrimoine qu'il ne peut assumer vis à vis de ceux qui lui ont confié le soin de gérer leur épargne. Devant cette impuissance à recourir au marché pour sanctionner une gestion défaillante, les fonds de pension seraient conduits à exiger un renforcement de leurs pouvoirs en tant qu'actionnaires, une amélioration de l'information qui leur est fournie par les dirigeants ainsi qu'une redéfinition des modalités de gestion et de contrôle au sein des entreprises.

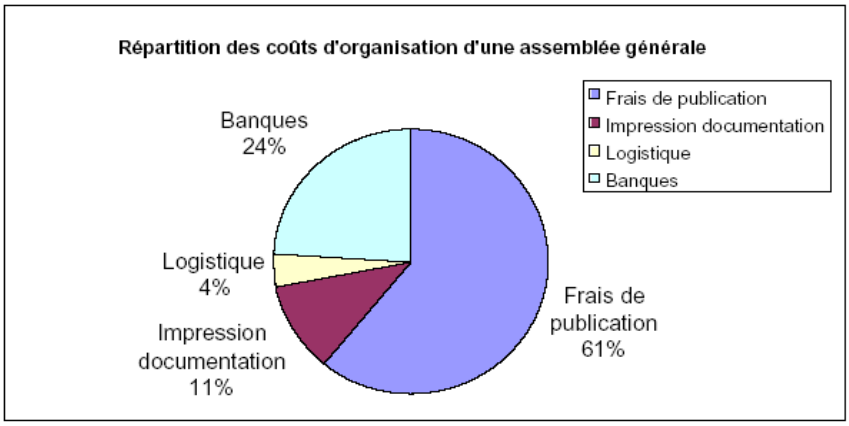
En dehors de la généralisation des méthodes, l'activisme dépend aussi d'une question de moyens. Le coût d'une proposition d'actionnaire est extrêmement élevé. Le succès de cette proposition n'est pas garantie surtout lorsqu'elle n'émane pas de la direction ce qui rend la position des minoritaires actifs difficiles. Les données sur les coûts engendrés par l'élaboration de propositions d'actionnaires sont imprécises et difficiles à vérifier. Les plus sérieuses sont celles recueillies par la SEC en 1998 lors d'une enquête préalable à une réforme des procédures juridiques liées aux propositions d'actionnaires. La SEC avait indiqué que les firmes interrogées avaient estimé que les dépenses liées à l'élaboration d'une proposition de résolution s'élèveraient approximativement à 50 000$ pour l'impression, la distribution et la classification des propositions, et enfin 37 000$ sur la détermination de l'inclusion de cette proposition ou non à l'ordre du jour de l'assemblée générale des actionnaires.

Les coûts de tenue d'une assemblée générale, notamment pour les sociétés au capital fortement dispersé, représentent un budget compris entre 85 000 et 2,5 millions d'euros.
L'étude menée par l'AMF (2004) sur la répartition des coûts montre que le circuit de vote des titres au porteur engendre des dépenses substantielles pour la publication légale ou par voie de presse et pour la mobilisation des actionnaires, au travers des réseaux bancaires mobilisés et rémunérés en conséquence.

Pour les 36 sociétés cotées du SBF 120 ayant répondu à l'enquête, le coût moyen d'organisation d'une assemblée générale est de 576 880 euros.



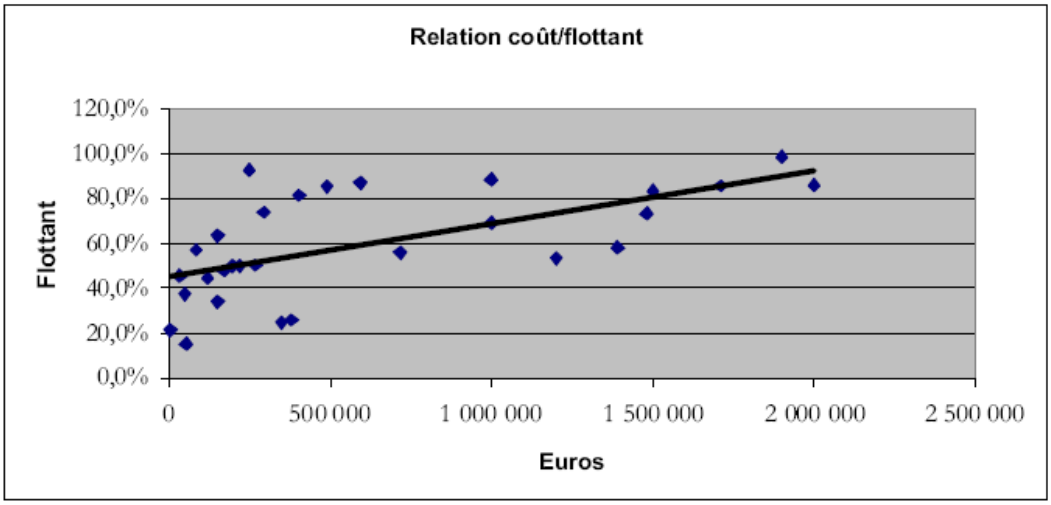
La répartition des coûts se décompose comme suit :



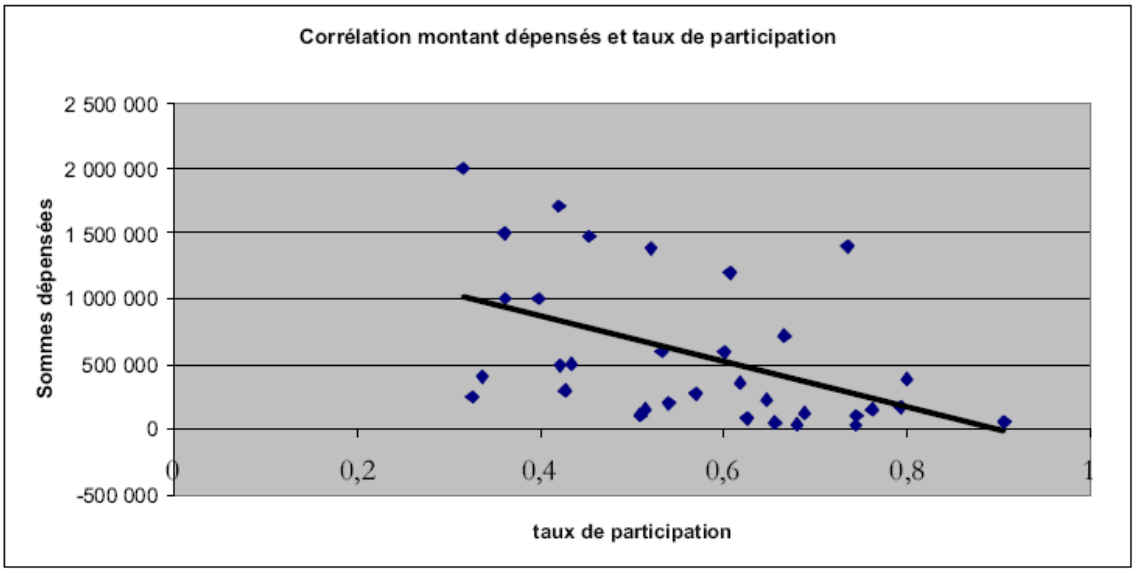
Source AMF – Echantillon SBF 120 – AG 2004

Figure 1 : Répartition des coûts d'une assemblée générale

Plus le flottant est important, plus le montant des dépenses engagées pour organiser une assemblée générale augmente.



Existe-il une corrélation entre les montants des sommes dépensées et un «score » de quorum élevé ? Les résultats montre qu'il n'y a pas de corrélation et que paradoxalement parmi les sociétés qui ont engagé les dépenses les plus importantes, le quorum obtenu reste parmi les plus faibles. Toutefois, il convient de prendre en compte l'effet de taille de la société et l'importance de son flottant.



Graphique 1 : Relation entre le coût d'organisation d'une AG et le flottant. Source : AMF 2004.

L'activisme actionnarial a un coût élevé pour ces instigateurs. Le législateur peut favoriser par la réglementation le débat au sein des organes prévus par les statuts des sociétés. Mais comprendre le fonctionnement du système juridique n'explique pas pourquoi il évolue de

façon différente d'un pays à un autre. Quelle influence peut-il avoir sur le comportement des actionnaires ?

II- L'influence de l'environnement juridique et institutionnel sur le comportement des actionnaires minoritaires

Les débats sur les modèles de gouvernance tournent autour de la faiblesse des régimes de protection légale. La théorie de la gouvernance peine à expliquer pourquoi même en la présence d'une réglementation rigoureuse favorisant les investisseurs, tous ces pays ne connaissent pas une séparation entre propriété et contrôle. Un modèle théorique élaboré par Roe (2002) apporte un éclairage intéressant sur ce paradoxe.

1. Les limites de la protection juridique dans la gouvernance

Depuis plusieurs décennies aujourd'hui, la diffusion de l'économie de marché hors des frontières des seules économies développées a ravivé l'idée d'une convergence naturelle des formes organisationnelles vers un modèle unique. Les grandes institutions financières internationales ont établi depuis longtemps des critères qui conditionnent leurs aides aux pays émergents qui souhaitent rejoindre le modèle libéral. Les chercheurs de ces mêmes institutions se sont alors demandés quelles étaient les conditions requises à l'émergence d'une économie de marché.

Les pays émergents ont avant tout besoin d'un afflux de capitaux pour leur développement. Mais les prêteurs ont besoin de garanties et d'un cadre organisé d'échange, qui est personnifié par le marché. C'est pourquoi le développement d'un environnement favorable aux investissements est un pré requis théorique à l'émergence de la forme organisationnelle la plus performante, la firme capitalistique. Pourtant, cette théorie qui explique pourquoi les pays en transition ou en développement connaissent des difficultés à récolter les fruits de la mondialisation échoue à expliquer ses propres contradictions dans les pays dit développés, c'est-à-dire, principalement dans les pays occidentaux.

1.1. L'effet inverse de la protection juridique

Dans de nombreux pays développés, Roe (2002) se demande pourquoi alors que la structure légale requise au respect des règles de bonne gouvernance est bien appliquée, et donc que les actionnaires sont bien protégés, la séparation entre le contrôle et la propriété n'a pas eu lieu. En d'autres termes, l'existence d'une doctrine juridique et sa bonne application ne suffisent pas pour déclencher la séparation entre propriété et contrôle. L'idée avancée dans son article est l'existence de coûts d'agence trop élevés. La protection légale n'a d'effet que sur les comportements déviants les plus flagrants comme le vole ou les conflits d'intérêts, mais ne peut rien contre les erreurs de management : *« But managers can lose for shareholders as much, or more, than they can steal from them, and law directly controls only the second cost not the first. »* Dans les faits, la loi ne peut régir directement les erreurs de management, déterminer les modes d'incitations des dirigeants ou déjouer les machinations des insiders. Elle est au plus un soutien, et non l'institution centrale. D'autres institutions joue ce rôle :

- La concurrence sur le marché des produits et services
- Le marché du travail des dirigeants et les modes de rémunérations
- Le marché des OPA
- Les normes de maximisation de la richesse des actionnaires…

L'absence de déconnexion entre la propriété et le contrôle dans un pays ne dit pas pourquoi la séparation ne se déclenche pas. Ils existent deux aspects à ce problème. Soit, les avantages liés à la détention d'un bloc de contrôle se révèlent plus intéressant pour l'actionnaire de contrôle que leur abandon. Soit, les coûts d'agence potentiels seraient beaucoup trop élevés, si la séparation avait lieu. En d'autres termes, si les conditions économiques, sociales et politiques font que les coûts d'agence attendus d'une séparation entre propriété et contrôle, et si ces coûts sont mieux endigués par la présence d'actionnaires de contrôle, alors la concentration persistera quel que soit l'état d'avancement de la doctrine juridique. Nombreux sont les facteurs qui concourent à l'existence de coûts d'agence plus élevés d'un pays à un autre : la faiblesse de la concurrence, l'opacité des relations d'affaires, le manque de transparence dans les modes de rémunérations, l'absence d'une norme sociale assez forte pour favoriser l'émergence d'un cadre déontologique et éthique qui empêche la professionnalisation des dirigeants.

Sous un autre angle, la faiblesse de la protection des actionnaires dans certains pays serait plus un symptôme qu'une cause de la faiblesse de la concentration. En d'autres termes, même en présence d'une protection juridique parfaite des investisseurs, les coûts d'agence resteraient tout simplement trop élevés pour induire la séparation.

Une autre limite théorique à la séparation est l'effet indéterminé de l'existence d'une bonne protection des investisseurs. Une bonne protection des actionnaires minoritaires peut avoir un effet inverse, et favoriser la formation et la détention de bloc de contrôle. La raison repose sur l'arbitrage que peut faire l'actionnaire entre bénéfices privés de contrôle lié à l'existence d'un bloc et coûts d'agence liés à la séparation du contrôle de la propriété. Si la loi protège bien les actionnaires minoritaires du risque d'expropriation ou d'extraction de valeur des actionnaires de contrôle, ils bénéficient à l'inverse de leur fonction de surveillance et profite de leur statut de passager clandestin. A ce moment, les investisseurs sont plus enclin à investir dans des firmes avec des actionnaires de contrôle, par conséquent la valeur de ces firmes augmente, et donc la concentration de la propriété reste la norme.

Dans le cas hypothétique d'absence totale de toute protection juridique, un investisseur potentiel aurait peur d'investir dans une société, sachant que l'actionnaire majoritaire puisse plus tard à tout moment détourner la valeur à son profit. Un investisseur rationnel internalise ce risque et n'acceptera pas de payer au pro rata de la valeur de l'action. Si la baisse de valeur est trop grande, l'actionnaire majoritaire n'acceptera pas de vendre, la concentration persistera, et les marchés financiers ne se développeront pas. De même, si les investisseurs considèrent que le propriétaire vendeur du bloc de contrôle soit prêt à réellement abandonner son contrôle au bénéfice d'un actionnariat diffus, rien ne dit que cette situation sera stable dans le temps. Un actionnaire extérieur pourrait racheter des participations et reformer un bloc de contrôle et ainsi détourner la valeur à son profit. Par conséquent, les investisseurs ne voudront pas payer le prix demandé, et si le prix de vente est trop bas, le propriétaire ne voudra plus vendre. Une bonne protection juridique diminue le coût de gestion des grandes sociétés, elle est indispensable à la bonne marche économique d'une nation. Mais, il faut bien plus pour expliquer pourquoi dans les économies développées, certaines nations ont un capital diffus et d'autres un capital concentré alors même que la protection juridique et les règles de gouvernance sont assez bonnes. Là où les

coûts d'agence managériaux dus aux risques potentiels de gaspillage de la valeur sont importants, la concentration du capital persistera même en présence d'une protection juridique.

1.2. L'arbitrage entre bénéfices privés et les coûts d'agence pour le propriétaire

La détention d'un bloc de contrôle a un coût pour l'actionnaire de contrôle qui procède à un arbitrage entre les coûts liés au maintien du bloc (la perte en diversification et la perte en liquidité) et le coût lié à la perte de valeur potentiel suite à l'existence de coûts d'agence managériaux.

1.2.1. Le modèle de Roe (2002)

Ce modèle théorique permet d'expliquer pourquoi il n'y a pas de séparation ente la propriété et le contrôle même en présence d'une bonne protection des investisseurs. Il peut être démontré comme suit :

Soit, A_M =les coûts d'agence managériaux dus à la sous optimalité du comportement des dirigeants par rapport à celle qui maximiserait la valeur de l'actionnaire, jusqu'à un certain point évitable par la concentration de la propriété. En d'autres termes, les dirigeants pourraient surinvestir, sous investir ou mal investir. Ils seraient susceptibles aussi de surpayer les fournisseurs ou de rater l'adoption de technologies profitables au bon moment. Ils réagiraient aussi trop lentement aux changements des conditions du marché. En résumé, même s'ils travaillaient plus, il existerait un gaspillage de valeur.

C_{CS} = les coûts supportés par l'actionnaire de contrôle pour la détention d'un bloc d'action et pour la fonction de surveillance (qui sont les coûts de la perte de liquidité, la perte de diversification, l'énergie dépensée, et peut être, ses propres erreurs gestion)

Quand A_M est élevé, la propriété persistera sous forme concentrée, que la loi puisse ou non contrôlée avec succès les bénéfices privés potentiellement siphonnés par l'actionnaire de contrôle.

V = Valeur de la firme quand la propriété est concentrée

B_{CS} = les bénéfices privés du contrôle, maîtrisable par le droit des sociétés.

Considérons que la firme vaut V quand la propriété est concentrée. En premier, Roe pose pour principe que les coûts d'agence managériaux sont triviaux même si la firme est totalement publique. En tant que tel, les bénéfices privés de contrôle, une caractéristique légalement malléable et réductible avec un contexte juridique protecteur, peut décider si la propriété se sépare du contrôle. En considérant que le contrôleur détient 50 % des actions de la firme. Il obtient une moitié de V, plus le bénéfice net du contrôle. (Dans ce premier modèle simple, la valeur de la firme reste inchangée si elle a un actionnaire de contrôle ou est totalement public.) Il garde le contrôle quand l'inégalité suivante est vraie :

(1) $V/2 + B_{CS} - C_{CS} > V/2$

($V/2 + B_{CS} - C_{CS}$) est la valeur pour le propriétaire du contrôle du bloc d'action : la moitié des cash flows de la firme plus les bénéfices privés détournés des actionnaires minoritaires ; moins les coûts de maintien du bloc (en perte de diversification et de liquidité). (V/2) est la valeur qu'il obtiendrait s'il vendait le bloc sur le marché. L'équation (1) établit qu'aussi longtemps que les bénéfices privés du contrôle (i.e., en valeur dérobée aux actionnaires minoritaires) dépassent les coûts de contrôle, la concentration de la propriété persiste. Parce que la loi peut drastiquement réduire les bénéfices privés[36], B_{CS}, les prérogatives de la loi correspondent parfaitement à l'équation (1).

[36] Certains bénéfices privés sont une question de goût, préférences pour le pouvoir, reconnaissance de la famille dans une entreprise familiale,… Ceux-ci ne sont pas facilement maîtrisable par la loi, ils pourraient même être mieux analysés ici comme faisant partie des coûts de contrôle, Ccs, comme atténuant les coûts usuels (perte de diversification, liquidité,… Ils pourraient aussi varier d'une firme à l'autre et d'un pays à l'autre. Et la capacité de se décharger de l'illiquidité et de la non-diversification pourrait varier de la même manière. Là où les risques peuvent être limités, les propriétaires devraient ne rien se refuser et garder le contrôle plus volontiers que là où ils ne peuvent pas.)

En introduisant A_M, l'auteur émet l'hypothèse que si ces coûts d'agence managériaux ne sont pas triviaux, alors l'actionnaire de contrôle obtiendrait de la vente de sa participation le montant $(V- A_M)/2$. Donc, la concentration persiste si et seulement si

(2) $V/2 + B_{CS} - C_{CS} > (V- A_M)/2$.

Après modification de l'équation, la concentration persiste si le bénéfice net du contrôle (B_{CS} - C_{CS}) est plus élevé que le coût de la diffusion pour l'actionnaire de contrôle ($A_M/2$) :

(3) $B_{CS} - C_{CS} > - A_M/2$

De même, la concentration persiste si :

(4) $B_{CS} + A_M/2 > C_{CS}$

Les théories des approches légales (corporate law) prédisent que la diffusion n'arrivera pas tant que $B_{CS} > C_{CS}$, avec la loi comme moyen de maîtrise de B_{CS} (bénéfice de contrôle). Mais, l'auteur aborde les limites de la théorie : Vrai, sans coût d'agence, A_M, le niveau de bénéfices privés, B_{CS}, peut déterminer si la propriété sera diffuse ou concentrée. Mais là où A_M est élevé, la diffusion n'arrivera pas même si B_{CS} est nul, les bénéfices privés de l'actionnaire de contrôle, sont relativement faible si A_M est très élevé. Seulement quand $A_M \rightarrow 0$, cela rend légalement malléable les bénéfices privés qui s'impose comme un déterminant critique.

L'auteur affine son modèle en distinguant deux types de coûts d'agence. Il pense que cette distinction est importante car le régime juridique n'a pas la même influence sur eux.

1.2.2. La prise en compte dans le modèle des coûts d'agence

Les coûts d'agence correspondent à la fois à la déviance de leur fonction « objectif » et à leurs erreurs de gestion. Roe (2002) explique que dans la plupart des études, il n'y a pas de distinction entre les deux car ensemble ils représentent un coût pour les actionnaires. Mais la loi

n'a pas la même influence sur les deux. Généralement, les tribunaux ne poursuivent pas les dirigeants qui commettent des erreurs en l'absence de fraude ou de conflits d'intérêts manifestes.

Soit $A_M = A_{LD} + A_{MM}$, où les coûts d'agence managériaux totaux sont la somme des détournements qui sont légalement maîtrisable[37], A_{LD} (le vole), et les erreurs légalement incontrôlables des dirigeants qui gaspillent de la valeur, A_{MM} (le manque de diligence dans la littérature économique). Donc en substituant dans l'équation (2) au-dessus, on obtient :

(5) $V/2 + B_{CS} - C_{CS} > (V - A_{LD} - A_{MM})/2$

Une bonne protection juridique réduit B_{CS} et A_{LD}, un composant des coûts d'agence, mais cela ne touche pas A_{MM} .Avec une loi parfaite, $B_{CS} = 0$ et $A_{LD} = 0$, ce qui donne :

(6) $V/2 - C_{CS} > (V - A_{MM})/2$

Ou :

(7) $A_{MM}/2 > C_{CS}$

Quand (7) tient, la propriété ne se sépare pas du contrôle, même si une protection juridique parfaite de la loi réduit les bénéfices privés du contrôle à zéro. Et la loi n'affecte pas directement A_{MM} .Une bonne protection juridique est insuffisante pour induire la séparation.

L'auteur note que l'actionnaire peut aussi faire des erreurs. D'après la loi, il n'est pas comptable de ses erreurs en l'absence de conflits d'intérêts comme pour les dirigeants. Mais à la différence des dirigeants, ils internalisent de par la taille de leur participation une grande partie des coûts de leurs erreurs puisqu'elles affectent directement leurs richesses. En d'autres termes, l'actionnaire de contrôle fait supporter le coût de leur détournement à l'actionnariat diffus mais subit aussi la moitié des coûts de leur propre mauvaise gestion. Par conséquent, la différence dans la nature du contrôleur n'est pas seulement dans le fait que l'actionnaire de contrôle puisse faire des erreurs, mais qu'ils supportent les coûts de ses erreurs, alors que les dirigeants non.

[37] LD = Legal deviation et MM = Managerial Mistake

1.3. L'existence d'une double distinction derrière la nature de l'actionnaire de contrôle

En Europe, les droits des actionnaires sont importants, mais étant donné la concentration de la propriété, ce sont surtout les actionnaires de contrôle qui en tirent avantages. Ceci est renforcé par l'existence en Europe de différentes catégories d'actions dont les actions à droits de vote double. Ces actionnaires de contrôle n'ont pas besoin d'administrateurs indépendants pour défendre leurs intérêts puisqu'ils ont le contrôle effectif des conseils d'administration. Le rôle de ces actionnaires peut être à la fois positif, négatif ou neutre par rapport aux intérêts des actionnaires minoritaires.

1.3.1. Les avantages de la détention du contrôle

La détention de grands blocs de propriété peut être motivé par deux facteurs : le bénéfice partagé du contrôle et le bénéfice privé du contrôle. Les deux ne sont pas mutuellement exclusifs. Le bénéfice partagé du contrôle provient de la meilleure gestion et du meilleur contrôle qui peut résulter de la colocation des droits de décision et des effets de richesse liés à la détention d'un grand bloc de propriété. A mesure que la part de capital du détenteur de bloc augmente, toute chose égale par ailleurs, il a une plus grande incitation à augmenter la valeur de la firme. Dans une certaine mesure, ces cash-flows plus élevés vont être partagés avec les actionnaires minoritaires, ils constituent le bénéfice partagé du contrôle. Plusieurs modèles théoriques, tels que celui de Sheilfer et Vishny (1986) soulignent les bénéfices partagés du contrôle.

Les supports empiriques de l'existence de bénéfices partagés viennent de plusieurs sources. Premièrement, les détenteurs de blocs ou leurs représentants occupent habituellement des postes de directeurs ou de membres du conseil, ce qui les met en position d'influencer les décisions stratégiques directement. Deuxièmement, il y a des preuves que la formation de blocs soit associée avec une augmentation anormale du prix des actions, pour cela nous pouvons nous référer à l'étude de Barclay et Holderness (1991, Barclay et Holderness (1992). Ces auteurs montrent qu'il existe une prime attachée à l'avantage de contrôle découlant du fait que le prix unitaire d'une action appartenant à un bloc de titres soit supérieur à son cours boursier. Une deuxième prime peut être discernée par la différence entre le cours boursier de l'action et celui du certificat d'investissement, dont le prix ne reflète que la valeur actualisée des dividendes futurs,

émis pour une même entreprise. Cette prime correspond à la valeur de marché du certificat de droit de vote. Elle doit être inférieure à la première car le pouvoir politique découlant de l'appropriation d'une action relativement à un certificat d'investissement est significativement moindre que celui obtenu suite à l'acquisition d'un bloc d'actions comparativement à l'achat d'une seule de ces valeurs mobilières.

L'existence de cet avantage de contrôle expliquerait aussi l'absence de diversification de la richesse de propriétaires de tels blocs. Le supplément d'utilité tiré de l'avantage de contrôle excédant celui issu de la diversification, ils ont tout intérêt à concentrer leur puissance financière au sein d'une seule société. L'avantage de contrôle dont bénéficient les actionnaires de référence ne dépend pas exclusivement de l'importance de la position au sein du capital. Un tel actionnaire est usuellement qualifié ainsi parce qu'il est propriétaire d'une part non négligeable des droits de vote émis par la société. Son retrait déstabiliserait fondamentalement l'équilibre de l'organisation. Cet avantage de contrôle découle de leur capacité à influer sur la prise de décision en vue de satisfaire leurs intérêts à travers les droits de vote attachés à leurs actions.

Les détenteurs de blocs ont aussi des incitations à utiliser leur pouvoir électoral pour consommer les ressources de la firme ou pour jouir des avantages de la firme qui ne sont pas partagés avec les actionnaires minoritaires. Grossman et Hart (1988) et Harris et Raviv (1988) suggèrent que les déviations du principe d'une action une voix (« *one-share-one-vote* ») devraient être plus élevées lorsque les bénéfices privés du contrôle sont plus élevés, ce qui est le cas dans les pays avec de faibles niveaux de protection des actionnaires. La formation de blocs est motivée à la fois par le bénéfice partagé du contrôle : les détenteurs de blocs ont les motivations et les opportunités d'augmenter la valeur des cash-flows attendus par la firme et qui bénéficient à tous les actionnaires ; et par les bénéfices privés du contrôle : les détenteurs de blocs ont les incitations et les opportunités de consommer des ressources aux dépens des actionnaires plus petits.

Les règles régissant les bénéfices privés de contrôle tirés des opérations d'une compagnie posent en effet les limites du coût de la surveillance par un actionnaire de contrôle. Si ces limites sont efficaces, la présence d'un actionnaire de contrôle est favorable aux actionnaires minoritaires : la réduction des coûts d'agence liés à la surveillance des dirigeants excède le

niveau des bénéfices privés. Il y a deux règles qui régissent le niveau de bénéfices privés à partir des opérations courantes. Déjà, une distinction doit être faite lorsque l'actionnaire de contrôle est un dirigeant ou non[38].

1.3.2. Les risques supportés par les minoritaires

La première catégorie de déviation concerne les affaires et les décisions stratégiques de l'entreprise. Par exemple, l'actionnaire minoritaire peut être défavorisé par la politique de dividende de la firme sous contrôle par rapport à l'actionnaire de contrôle. En payant de larges pourcentages de dividende sur les profits de la firme, la firme contrôlée peut favoriser l'actionnaire de contrôle qui pourrait avoir des opportunités d'investissements attractifs en dehors de la firme contrôlée, et ainsi désavantagé les actionnaires minoritaires qui reçoivent des dividendes de même montant mais perdent l'opportunité pour la firme contrôlée de réinvestir ses profits (le dividende peut aussi avoir un impact différent au niveau de la taxation pour les minoritaires. Si une filiale fait partie d'un groupe affilié, au moins 80% et au plus 100% des dividendes reçus par l'entreprise parente ne seraient pas taxées. Les actionnaires minoritaires vont être taxés su les dividendes reçues à moins qu'ils en soient exemptés autrement).

La seconde catégorie concerne l'aspect central des bénéfices privés, c'est-à-dire les relations directes de l'actionnaire de contrôle avec la firme contrôlée. Ici nous sommes dans le vrai domaine de l'auto distribution, prix de transfert non équitable, transfert d'actif de la firme contrôlée au profit de l'actionnaire de contrôle, l'utilisation des actifs de la firme contrôlée comme collatéral pour la dette de l'actionnaire de contrôle, etc…L'actionnaire de contrôle peut transférer les ressources d'une firme à son propre bénéfice au travers de transactions internes à son profit. D'après La Porta et ali (1999), les grandes firmes ont un problème lié à la séparation de la propriété et du contrôle, mais pas dans le sens de Berle et Means (1932). Ces firmes ne sont pas dirigées par des managers professionnels sans participation dans le capital qui sont

[38] D'après Le Maux (2008), le concept de contrôle ne fait l'objet d'aucun consensus. D'un point de vue empirique, sa définition et sa mesure varient significativement dans la littérature académique. Le présent article a pour objet de proposer une approche du contrôle applicable à l'ensemble des sociétés, cotées ou non, et paramétrables en fonction de la nature de celles-ci (familiales ou managériales). L'étude de deux sociétés cotées, Vivendi-Universal et Teisseire, la première au capital diffus et la seconde familiale, permet de mettre en pratique les développements théoriques proposés.

responsable devant les actionnaires, mais par des actionnaires contrôlant ou de contrôle (*« controlling shareholders »*) dont les intérêts ne coïncident pas avec ceux des actionnaires minoritaires. La restriction de l'expropriation des minoritaires par l'actionnaire majoritaire est un vrai défi pour la gouvernance d'entreprise dans la plupart des pays.

Par exemple le cas des holdings, les sociétés dont seule une minorité des actions émises sont cotées en bourse, essentiellement parce que les propriétaires n'ont mis que cette partie de leurs actions en bourse. Les anciens propriétaires garderont souvent leur participation sous forme de société holding, ou sous forme d'autres structures patrimoniales comme « l'*administrtiekantoor* » de droit néerlandais. Il est important de constater que cette holding ou autre entité ne développe pas d'activité économique en soi. En principe, il ne peut y avoir de divergence d'intérêt entre la société holding et la société cotée : les décisions prises en assemblée générales par l'actionnaire de contrôle auront le même effet pour tous les actionnaires, l'actionnaire de contrôle compris. Mais l'actionnaire de contrôle peut s'approprier un certain nombre d'avantages privés (« *private benefits* ») qui ne reviennent qu'à lui seul. Ces avantages privés peuvent prendre la forme d'une rémunération importante pour sa participation à la gestion, des avantages en nature, la nomination des membres de sa famille dans des postes de direction, sans égard à la valeur ajoutée que ceux-ci représentent. Mais ces éléments seront soit financièrement insignifiants, soit connus du marché, et ne peuvent exercer qu'une influence marginale sur l'appréciation par le marché du comportement de l'actionnaire de contrôle. De plus, les mêmes avantages peuvent être rencontrés dans les sociétés sans actionnaires de contrôle.

Là où les intérêts de l'actionnaire de contrôle et des minoritaires peuvent diverger se trouve au moment de la vente de la participation. L'actionnaire de contrôle peut maximiser son investissement essentiellement en s'appropriant la prime de contrôle ou en se faisant accorder d'autres avantages, dont lui seul sera le bénéficiaire. Mais, la mise en œuvre de l'offre publique obligatoire coupe court à ce danger. Plusieurs états européens ont introduit ce dispositif dans leur arsenal juridique pour éviter tout traitement inéquitable des actionnaires. Mais ce dispositif prévu dans l'application de la Treizième directive européenne sur les OPA ne peut acquitter les autorités publiques du développement de règles en matière de groupes de sociétés.

Dans le cas des conglomérats, les sociétés dont l'actionnaire de contrôle détiennent des intérêts dans des sociétés appartenant à des secteurs d'activité différents. La gestion de conglomérat est généralement motivée par la possibilité de réaliser de la valeur ajoutée à la suite des synergies et des économies d'échelle qui peuvent résulter de la coopération entre plusieurs sociétés du groupe. Mais la création de valeur de ces groupes a été mise en doute car les modalités des transactions n'ont pas été confrontées aux conditions du marché. Le marché a une très mauvaise opinion sur ce type de sociétés qui subissent généralement une décote systématique. Pour les filiales, il y a deux possibilités soit elles sont cotées soit elles sont non cotées. Dans le cas des non cotées, deux cas de figure se présentent soit elles ne comptent pas de minoritaires, c'est une filiale à 100%, soit les actionnaires minoritaires ont pu négocier des protections suffisantes. Dans le cas des filiales cotées, la holding de contrôle peut s'octroyer des avantages privés par des transferts de substances patrimoniales via des transactions intra-groupes. L'avantage privé est surtout constaté lorsque la participation de la holding dans la société qui en charge de la transaction est inférieure à celle de la société qui en bénéficie. Il y a aussi des transactions en dessous ou au dessus du prix du marché, la cession d'actifs illiquides ou la cession de participations dans des sociétés non cotées, contre espèces, alors que la transaction correspond aux besoins de la société mère, mais pas nécessairement à ceux de la filiale.

Les divergences d'objectifs entre actionnaire de contrôle et actionnaires minoritaires peuvent être compensées. Ils existent des solutions afin de parer aux conflits d'intérêts. Cependant, le cas des groupes de sociétés est plus complexe.

1.4. Solutions aux conflits d'intérêts dans les différents systèmes juridiques

Dans les pays anglo-saxons, deux techniques sont suivies : d'une part, certaines transactions expressément mentionnées dans la loi, sont soit interdites, soit soumises à l'approbation des « *members* », de l'assemblée générale. Cette réglementation est importante en matières de groupe de sociétés, puisque plusieurs de ces dispositions sont applicables au « *shadow directors* », les dirigeants de fait, qui seront ainsi soumis à la même discipline qu'en cas de conflit direct. Plus importante est l'application du principe général selon lequel les administrateurs doivent agir dans l'intérêt de la société et de ses actionnaires : considérés comme

gardiens des biens des actionnaires. Leur position présente des affinités avec celle du trustee, et ils seront tenus à la même « *duty of loyalty* » que le trustee. Il s'agit d'un des principaux moyens permettant aux actionnaires de contrôler l'action des administrateurs ; aux Etats-Unis, la pratique a évolué : au début du siècle, en cas de conflit d'intérêt, il y avait interdiction stricte d'agir. De nos jours, les tribunaux apprécieront dans quelle mesure l'administrateur est resté fidèle aux intérêts de la société. Certaines dispositions spécifiques relatives aux conflits d'intérêt sont des applications de ce principe général. Dans les sociétés où l'organe d'administration est scindé en deux, cette mission est confiée à l'organe de surveillance.

La littérature juridique décrit cette problématique comme celle des « *corporate opportunities* ». La question y est traitée généralement comme se rapportant aux chances offertes à un dirigeant dans le cadre de sa fonction. Les solutions que les droits américains ou anglais ont dégagées en matière de « *corporate opportunities* » ne fournissent pas de solutions utiles pour la matière spécifique des groupes de sociétés. Les systèmes juridiques continentaux quant à eux ignorent presque totalement le sujet, tant dans les groupes à activité diversifiée que dans ceux à activité complémentaire ou intégrée. C'est pourquoi la règle de l'abus de majorité ne semble pas suffisante pour protéger les investisseurs. Elle ne produira que des effets limités ex post et ne combattra que les cas tellement manifestes, que le seul risque d'infraction provoquera une baisse des cours. D'autre part une telle règle pourrait se révéler contreproductive en risquant de générer une paralysie de la gestion car elles forceraient les dirigeants honnêtes à être plus méticuleux que nécessaire.

La question de savoir s'il faut limiter l'influence de la société mère dans l'objectif de respecter *« l'intérêt social »* n'est pas réaliste dans la mesure où si une société ne peut agir sur ses filiales comme bon lui semble, il n'est pas logique qu'elle garde une participation dans une logique de groupe. Un des avantages du groupe de sociétés consiste essentiellement dans la possibilité pour la mère de pouvoir insérer la filiale dans la politique du groupe, tant dans son intérêt propre que dans celui du groupe, et cela sans devoir nécessairement se heurter à l'existence propre de la filiale ou devoir se limiter aux intérêts propres de celle-ci. La recherche d'un équilibre entre ces objectifs politiques apparemment contradictoires est d'autant plus

importante lorsque la filiale a des actionnaires minoritaires. Deux logiques de traitement juridique peuvent être envisagées, soit l'utilisation d'instruments curatifs, soit plutôt préventifs.

Sur un marché organisé, la meilleure protection des actionnaires de sociétés cotées est la revente de leurs actions, le risque de subir des pertes en raison d'un abus de l'actionnaire de contrôle fait partie des risques qui sont escomptés dans les cours au moment où ils ont investi dans ces titres. Théoriquement, celui qui achète ce type de titre doit en assumer les risques. Il s'agit d'un contrat implicite, bien connu dans la littérature économique.

Les actionnaires ont en principe les mêmes droits mais il y a de multiples altérations à ce principe d'égalité. Les dirigeants ou les actionnaires de contrôle peuvent prévoir des clauses statutaires qui les favorisent dans certains cas.

2. Les altérations légales au principe d'égalité des actionnaires

Parmi ces clauses statutaires, certaines sont désignées sous le terme de pilules empoisonnées qui sont des mécanismes de protection pour la direction en place. Le sujet prête à controverse et les votes des actionnaires ont de plus en plus de succès pour les abolir.

2.1. Les études sur les pilules empoisonnées

Selon Comment et Shwert (1995), les pilules empoisonnées sont apparues aux milieux des années 80 aux Etats-Unis et se sont très vite répandues puisqu'au milieu des années 90, un tiers des sociétés américaines cotées en était doté. Contrairement à une idée répandue, leur apparition, puis leur adoption, n'a pas causé la fin du boom des fusions-acquisitions de la fin des années 80. Celle-ci est plutôt à mettre sur le compte de la crise économique qui débuta en 1990 et à la disparition des grands conglomérats sous évalués, cibles privilégiées des opérations de restructuration de l'époque.

Rappelant les travaux d'autres auteurs, les deux chercheurs montrèrent que l'adoption de pilules empoisonnées n'a qu'un impact négligeable sur le cours de bourse d'une société, soit

moins de 2%. La probabilité qu'une entreprise adoptant une pilule empoisonnée soit prise pour cible d'une OPA est plus forte que pour celle qui n'en adopte pas. Le raisonnement est endogène puisqu'une entreprise qui a recours à un tel mécanisme ne le fait pas sans raison. Ses faiblesses lui sont connues, elle sait qu'elle a de bonne chance d'être la cible d'une offre et donc va chercher à se protéger par l'adoption d'une pilule empoisonnée. Les primes d'offre sont plus élevées pour les entreprises qui ont adopté des pilules empoisonnées que pour les autres. Elles se trouvent ainsi en meilleures positions de négociation, non pas pour protéger les dirigeants, mais pour obtenir de meilleures conditions financières de la part de l'acheteur en contrepartie de la désactivation des défenses anti-OPA, ceci aux bénéfices des actionnaires de la cible. La question est de savoir pourquoi les cours baissent un peu à l'annonce de l'adoption d'une pilule empoisonnée alors que cela permet d'obtenir une prime de contrôle plus élevée. Le raisonnement des auteurs est le suivant. Ils estiment que le marché aurait surestimé les aspects négatifs et sous-évalué l'avantage pour les actionnaires de la cible. Ce type de mécanisme de défense n'est pas une protection absolue même si, aux Etats-Unis, aucun acquéreur n'a acquis une entreprise ayant émis des bons de souscription d'actions dilutifs sans parvenir préalablement à un accord avec la cible pour leur désactivation.

L'annulation des mesures de défenses anti-OPA est un des objets de résolution les plus soutenus par les investisseurs institutionnels aux Etats-Unis (entre 36% et 48% de leurs résolutions). Et les résolutions concernant le retrait de pilule empoisonnée en constituent la majorité (Del Guercio & Hawkins 1999, Gillian & Starks 2000, Wahal 1996, Smith 1996, voir Romano, 1998).

Les études empiriques sur l'effet prix résultant de l'adoption de pilule empoisonnée ne sont pas concluantes. Les premières études (Jarrell et Ryngaert, 1986, Jarrell et Poulsen 1986, Malatesta et Walkling 1988, Ryngaert, 1988) rapportaient un impact négatif sur le cours de l'action après l'adoption de pilules empoisonnées, mais les résultats de recherches postérieures sont plus mitigés, avec d'un côté des études qui trouvent un effet négatif mais d'autres études ne rapportent aucun effet prix significatif pour les pilules adoptées après 1984 (Comment et Schwert 1995, Datta et Iskandar-Datta 1996, Johnson et Meade 1996, Mahoney et ali, 1997). Une des études trouve un effet prix positif pour l'adoption d'une pilule empoisonnée lorsque le conseil d'administration est composé d'une majorité d'administrateurs extérieurs (Brickley et ali, 1994).

Ce résultat montre une relation positive entre la composition du conseil d'administration et la réaction du marché à l'égard de l'adoption d'une pilule empoisonnée. Il suggère que les investisseurs voient dans l'indépendance du conseil, une plus grande probabilité d'utilisation de la pilule pour mener une négociation et ainsi augmenter la prime de contrôle perçu. Plutôt que d'essayer de dissuader un transfert du contrôle, ils préfèrent sous certaines circonstances arbitrer entre la diminution de la probabilité d'occurrence d'une offre et l'augmentation de la probabilité d'une négociation si une offre survient.

En effet, Brickley et ali (1994) ont trouvé que les offres pour les firmes avec pilule empoisonnée et conseil majoritairement indépendant sont généralement plus négociées que les offres pour les firmes avec pilule mais sans conseil indépendant. Ceci confirme que les conseils d'administration indépendants génèrent des gains supérieurs pour les actionnaires de la cible mais n'élèvent en rien le taux de réussite d'une OPA. Ces résultats suggèrent aussi un autre aspect des pilules empoisonnées. L'adoption d'une pilule empoisonnée par une société peut être une source d'information pour les investisseurs qui peuvent estimer la probabilité d'occurrence d'une OPA et le degré de résistance que pourrait créer la direction en cas d'offre. Donc l'effet prix pourrait être expliqué par le signal envoyé au marché et non plus à cause de la pilule en elle-même. Mais une firme sans pilule empoisonnée n'est pas non plus sans défense, puisque les entreprises peuvent adopter une pilule après une offre.

Mais l'efficacité des pilules empoisonnées est difficile à estimer car les réactions du marché peuvent être liées à l'existence d'autres mesures de protection déjà en place. Si théoriquement, cela se tient, les quelques études qui se sont intéressées à la combinaison de pilule empoisonnée et d'autres mécanismes de défense n'ont pas trouvé de différence significative ou de rendement positif pour les firmes qui disposaient de telles défenses a priori (Ryngaert, 1988, Johnson et Meade, 1996). Il faut remarquer, cependant, que les résultats des études sur l'adoption d'amendement anti-OPA sont aussi mitigés, avec généralement des effets prix statistiquement non significatifs (DeAngelo et Rice, 1983, Linn et McConnell, 1983, Jarrell et Poulsen, 1987, Brickley et ali, 1988, McWilliams et Sen, 1997).

L'ambiguïté des résultats sur les effets de richesse des pilules empoisonnées est à relier au débat sur les effets bénéfiques des négociations, une des caractéristiques principales des pilules est d'aider à instaurer une négociation plutôt que de mettre un terme prématurément à l'offre en donnant du temps aux dirigeants pour trouver une meilleure offre.

Les sociétés françaises se sont dotées de pilules empoisonnées au fur et à mesure que le capital de ces dernières s'est ouvert. La question des mesures anti-OPA est devenu une problématique européenne. Les débats furent serrés autour de la Treizième Directive sur les OPA

2.2. Les pilules empoisonnées à la française

Les autorisations d'augmentation de capital en période d'offre sont une mesure anti-OPA par définition. Les résolutions instaurant ou prolongeant ce type de mesure sont de loin les plus contestés par les actionnaires. La possibilité d'émettre de façon massive des actions réservée à un acquéreur ami ou même par une augmentation de capital par incorporation de réserves permet à l'équipe dirigeante de faire directement obstacle à une offre jugée hostile. Dans ces recommandations en matière de gouvernance, la société de conseil aux investisseurs Proxinvest explique clairement qu'il s'agit d'une mesure dotée d'une certaine efficacité mais cette protection se fait aux dépens des actionnaires car elle est de nature à affecter l'appréciation normale de l'action en bourse. Dans l'étude de Proxinvest (2003), seuls 9 sociétés du CAC 40 en 2003 et 2002 contre 12 en 2001 et 20 en 2000 comptabilisaient cette délégation au conseil d'administration. Devant l'hostilité des actionnaires face à ce type de mesure, certains émetteurs ont cherché à améliorer le texte de la résolution en collaboration avec les investisseurs en limitant la portée de l'autorisation par une définition plus stricte de la période d'offre ou du contenu des opérations envisagées.

Jusqu'en 2004, il était possible de faire voter par l'AGE une délégation de pouvoir permettant au conseil d'administration d'émettre des actions en période d'offre. Cette disposition a été abrogée en juin 2004. Une loi a été promulguée le 1er avril 2006 pour transposer la directive OPA en droit français. Parallèlement, le règlement général de l'AMF relatif aux offres publiques fait l'objet d'une profonde refonte. A l'origine, l'idée de la Commission Européenne était

d'obtenir l'application de règles homogènes à travers l'Union Européenne notamment en matière de défense face à une offre. Compte tenu des désaccords politiques, un consensus n'a pu être atteint que grâce à des clauses optionnelles dont la mise en œuvre est laissée à la discrétion des Etats membres et/ou des sociétés cotées de chaque pays. Elles concernent trois articles de la Directive : les articles 9, 11 et 12.

L'article 9 pose le principe selon lequel toutes les mesures de défense prises en période d'offre (hormis la recherche d'autres offres) doivent être entérinées par l'assemblée extraordinaire des actionnaires tenue en période d'offre. Cela signifie que les délégations consenties par l'assemblée avant l'offre sont suspendues et que toute décision des organes sociaux prise avant la période d'offre qui n'est pas totalement ou partiellement mise en œuvre, qui ne s'inscrit pas dans le cours normal de la société et qui est susceptible de faire échouer l'offre, doit faire l'objet d'une approbation ou d'une confirmation par l'assemblée.

L'article 11 lève les obstacles contractuels ou statuaires au transfert des actions et à l'exercice des droits de vote de la société cible. Sont ainsi visées :

- Les pactes d'actionnaires prévoyant des limitations à l'exercice des droits de vote ou à la cession des actions.
- Les clauses statutaires de plafonnement des droits de vote, d'agrément, de préemption ainsi que les actions à droit de vote multiples (mais pas les droits de vote double à la française car le droit de vote double en France n'est pas attaché à une catégorie particulière d'actions, mais à la durée de détention par l'actionnaire).

L'article 12 prévoit une exception en cas d'absence de réciprocité. La société cible peut se dispenser, en cours d'offre, de l'approbation préalable de l'AG pour des mesures susceptibles de faire échouer l'offre si un initiateur (ou une entité le contrôlant) n'applique pas le même principe de neutralisation des mesures de défense en période d'offre. Cette clause vise à ne pas créer d'inégalité dans les conditions de jeu. En effet, la suppression de toute capacité autonome des organes d'administration ou de direction de prendre des mesures susceptibles de faire échouer une offre ferait courir le risque de désavantager les sociétés des Etats européens qui ont adopté l'article 9 et/ou 11, au profit des sociétés des autres Etats qui disposeraient d'une plus grande

marge de manœuvre (clause dite de réciprocité). Dans ce cas, les mesures de défense peuvent être adoptées *« à froid »*, avant le dépôt de toute offre (et non plus pendant l'offre), par décisions ou autorisations votées par l'assemblée des actionnaires qui sera tenue dans les 18 mois précédant l'offre.

La France a transposé l'article 9 mais pas l'article 11 dans son intégralité. Le choix est laissé aux sociétés de transcrire ou non ce dernier article. Les sociétés françaises peuvent ainsi prévoir dans leur statut l'inopposabilité des restrictions statuaires ou conventionnelles en période d'offre (restrictions relatives au transfert des titres et au droit de vote). Elles doivent alors en informer l'AMF. La transposition de l'article 12 permet de rendre inapplicable l'article 9 si l'initiateur de l'offre n'applique pas les mêmes principes. En cas d'offre multiple, il suffit qu'un seul des initiateurs ne soit pas vertueux pour que la société cible puisse faire jouer l'exception de réciprocité. C'est l'AMF qui décide en cas de contestation de la recevabilité de l'exception de réciprocité (risque de nombreux contentieux).

Avec la transposition de la directive OPA, le débat sur la réciprocité et sur le patriotisme économique, la question des défenses anti-OPA est à nouveau posée et débouche sur le *« bon d'offre »*. L'assemblée des actionnaires peut procéder à l'émission de bons de souscription d'action à des conditions préférentielles ou à décider de leur attribution gratuite à tous les actionnaires ayant cette qualité avant l'expiration de la période d'offre publique. La délégation accordée par l'AG au conseil d'administration peut prévoir la fixation de conditions relatives à l'obligation ou à l'interdiction, par le conseil d'administration, de procéder à l'émission et à l'attribution gratuite de ces bons, d'y surseoir ou d'y renoncer. La société a l'obligation d'informer le public sur son intention d'émettre de tels bons avant la clôture de l'offre. Bien sûr, ces bons sont réservés aux anciens actionnaires et non à l'initiateur. Après l'avis de résultat de l'offre, les bons deviennent exerçables en actions au prix d'exercice convenu.

Pour résumer, la logique d'une mesure de protection anti-OPA peut prendre deux aspects, soit on cherche à forcer la négociation et obtenir un meilleur prix, voir une meilleure porte de sortie pour les dirigeants (désactivation de la mesure), soit l'on cherche à contraindre l'initiateur à retirer son offre, sinon il acquiert le contrôle au prix fort pour se voir aussitôt dilué. La latitude

laissée au conseil d'administration pose un sérieux problème au niveau du contenu des résolutions qui seront présentées aux assemblées. Les conditions d'application et l'ampleur des délégations sont des éléments qui posent de nombreuses questions.

2.3. La protection apportée par l'offre publique de retrait aux minoritaires

L'offre publique obligatoire est un instrument préventif de protection des actionnaires minoritaires. Cela permet d'éviter une situation où l'acheteur d'un bloc de contrôle n'utilise sa position nouvellement acquise au détriment des actionnaires de la société dont il vient d'acquérir la société. L'actionnaire aura la possibilité de choisir s'il veut rester actionnaire ou non. La règle de lancement d'une OPA sur toutes les actions est perçue par certains économistes comme contreproductive car elle empêche l'allocation optimale des moyens. Ici, le pouvoir appartient au vendeur puisqu'il décide pour lui-même mais aussi pour les autres actionnaires. Dans un système économique et financier fondé sur la présence d'actionnaires de référence, la position de force de l'actionnaire de contrôle cédant sa participation peut avoir un effet bénéfique au profit des investisseurs. Ainsi, l'actionnaire de contrôle va négocier autant pour lui-même que pour les investisseurs le meilleur prix.

Sur le plan de la protection des minoritaires, l'OPA peut être analysée comme une alternative lorsqu'à la suite d'une cession de contrôle, la société sera soumise au contrôle d'un groupe, ou qu'elle est transférée par un groupe à un autre. Cette idée rejoint la formulation de l'OPA obligatoire dans la 13ème directive européenne. Elle y est imposée comme une des deux alternatives : les Etats membres doivent introduire soit l'OPA obligatoire soit assurer la protection des minoritaires par des instruments du droit des sociétés équivalents.

En France, la loi impose non seulement l'offre publique de retrait (OPR) en cas de changement de contrôle mais aussi dans le cas de modification significative des statuts (changement de forme, des conditions de cessions), de fusion avec une société qui contrôle la société, de réorientation de l'activité sociale, ou de suppression de toute rémunération des

actions. En proposant aux minoritaires de quitter la société, le groupe s'accorde une plus grande liberté pour procéder aux réorganisations nécessaire.

L'offre publique de retrait donne le droit aux minoritaires de céder leurs titres aux majoritaires dans certaines circonstances particulières qui peuvent les affecter. La finalité protectrice explique que l'offre publique de retrait présente toujours un caractère facultatif pour les minoritaires, tandis qu'elle peut être imposée aux majoritaires. Elles sont régies par l'article L.433-4I, du Code Monétaire et Financier, et au plan réglementaire, par les articles 236-1 et suivants du règlement général de l'AMF. La directive OPA n°2004/05/CE du 21 avril 2004 a assuré un succès communautaire à l'institution, intronisée sous la forme d'un *« rachat obligatoire »*.

D'après le Lamy (Droit de financement, 2009, p. 856), le problème du prix est récurrent et commun à toutes les opérations d'offre publique. Les actionnaires minoritaires sont tout particulièrement vulnérables en raison de leur dépendance dans le cas d'OPR. On voit dès lors pourquoi les minoritaires attachent autant d'importance aux enjeux du combat médiatique et judiciaire mené sur ce terrain. Ces recours judiciaires contre les décisions de recevabilité rendues par l'autorité professionnelle de marché ont permis à la cour d'appel de Paris de dégager et d'affiner progressivement les principes devant gouverner l'évaluation des titres objet du retrait.

Les rapports de forces dans le cadre d'une offre publique sont encore plus disproportionnés lorsqu'il existe des droits de vote double. La répartition des droits de vote peut conditionner dès le départ le succès d'une opération. C'est pourquoi la recherche sur les bonnes pratiques de gouvernance tourne autour du principe *« une action – une voix »*.

3. Le principe « une action – une voix »

Les altérations du principe d'unicité des droits de vote sont nombreuses en France. Les droits de vote doubles ne sont pas les seuls moyens de contourner le principe d'égalité des actionnaires. Le développement des titres de propriété hybrides accentue l'opacité de la géographie du capital. Les obligations des détenteurs de ces titres diffèrent des porteurs d'action ordinaire ce qui peut poser un problème de gouvernance.

3.1. La diversité institutionnelle de l'allocation des droits de vote

Une étude commandée par le cabinet Déminor sur l'application du principe *« une action – une voix »* dans les pays européens a souligné les traits particuliers qui régissait le capital en Europe. A la différence des Etats-Unis, l'Europe a décidé d'appliquer pour les questions de gouvernance d'entreprise le principe de *« respecter ou justifier »* dans un souci de souplesse à l'égard de ses entreprises. Mais ce principe ne peut fonctionner que si l'exercice des droits de vote est équitable. C'est pourquoi le débat sur l'amélioration des droits de actionnaires va de pair avec la diffusion du principe « respecter ou justifier ».

Les changements en Europe ont été lents mais positif d'après les auteurs de cette étude. Il y a des exemples d'entreprises qui ont réagi positivement à la pression des marchés et des politiques pour l'application de l'unicité des droits de vote et de la suppression des autres formes de déviances du principe. En Grande-Bretagne, l'Etat a supprimé la plupart de ses golden shares. La législation suédoise a réduit les ratios de droits de vote multiples ainsi que les plafonnements de droits de vote. Aux Pays-Bas, le code Tabakslat a eu un effet positif sur les droits de vote multiples. En même temps, la commission européenne cible les sociétés ou les états qui freinent les investissements étrangers au travers de golden shares ou de législation nationale qui imite les droits accordés à de telles actions.

La Cour Européenne de Justice a statué contre l'Espagne, la Grande-Bretagne et le Portugal pour avoir circonvenu à la libre circulation des capitaux. En France, la question des opérations transnationales est rentrée dans le thème du patriotisme économique. La législation française offre une large palette de mesures de protection pour les sociétés. Les sociétés françaises ont la possibilité d'appliquer dans leurs statuts des clauses de droits de vote multiples, des titres sans droits de vote sans préférence, des actions prioritaires, des plafonds de vote et des plafonds de capital. Soit cinq mesures sur sept qui permettent la déviation du principe « une action – une voix ».

Plus précisément, les entreprises françaises peuvent émettre des certificats de propriété sans droits de vote. La loi le permet sans avoir besoin d'une modification des statuts :

-Les actions à dividendes prioritaires (loi n°78-74, juillet 1978). Ils donnent droits aux flux de dividendes sans droits de vote. Ce type d'actions peut être créé quand une augmentation de capital ou une conversion d'actions arrivent. Les ADP ne peuvent représenter plus de 25% du capital.

-Il est possible de séparer deux types de droits : les certificats d'investissement CDV (droit aux flux de dividendes) ; les certificats de droits de vote (CI). Ces deux types de certificats peuvent être émis en même temps quand une augmentation de capital ou un splitting d'actions existantes arrivent. Les CDV sont distribués parmi les actionnaires votant en proportion de leurs droits de vote. Les CDV ne sont pas transférables, mais les CI le sont. Les CI ne peuvent pas représenter plus de 25% du capital.

Les différenciations de certificats de propriété peuvent aussi résulter de modification de statuts :

-Les droits de vote double : seuls les actionnaires de confiance peuvent bénéficier de ce type d'actions. Pour les firmes cotées, la période maximale de détention est de 4 ans.

-Les actions privilégiées : ce type d'actions donnent droit à des avantages financiers préférentiels : des flux de dividendes supérieurs, des flux de dividendes cumulatives ;

-Les limitations de droits de vote. Les statuts peuvent limiter l'influence des grands actionnaires (un pourcentage de droit de vote maximal peut être imposé par actionnaire)

Tableau de présentation des actions ordinaires, prioritaires et des titres hybrides		
Actions ordinaires	Actions ordinaires	Les actions ordinaires sont celles qui confèrent tous les droits essentiels de l'actionnaire : participations aux bénéfices, droit de vote aux AG et quote-part de l'actif net. Hormis l'obtention de droits de vote double après une période de détention nominative, ces actions sont toutes identiques.
	Actions nouvelles, après une augmentation de capital	Actions ordinaires prenant une forme provisoire à la cote. Ces actions sont cotées sur une ligne à part jusqu'à la date de versement du dividende aux anciennes actions où elles sont confondues avec les autres. Ainsi, dans le cas d'une augmentation de capital, on peut préserver l'équité vis-

		à-vis des détenteurs d'actions anciennes.
Actions prioritaires	Actions à bon droit de vote	L'action à droit de vote double, permet d'affermir le contrôle des actionnaires actuels en dérogeant au principe légal selon lequel le nombre de voix attaché aux actions est obligatoirement proportionnel à la quotité de capital qu'elles représentent. Leur émission ne peut résulter que des statuts et du délibéré d'une assemblée générale extraordinaire Elles doivent être nominatives, et inscrites au nom d'un même titulaire depuis une durée minimum comprise entre deux et quatre ans (pour les sociétés cotées). En dérogation au principe légal selon lequel le nombre de voix attaché aux actions est obligatoirement proportionnel à la quotité de capital qu'elles représentent (chaque action donnant droit à une voix), les actions à droit de vote double sont créées dans un cadre réglementaire précis.
	Actions à dividende prioritaire (ADP)	Une priorité lors de la distribution des dividendes est accordée aux détenteurs d'ADP, généralement accompagnée d'un surplus de dividendes en échange de l'annulation du droit de vote. Ce type d'action est utilisé pour maintenir le contrôle de la société. Mais, leur émission est limitée dans une proportion d'une ADP pour quatre ordinaires.
	Certificats d'investissement (CI)	Les CI sont des actions ordinaires dépourvues de droits de vote. L'action ordinaire a été démembrée en deux parties : un droit de vote remis aux anciens actionnaires (attribution de certificats de droits de vote selon leur quote-part de capital), et un CI qui reprend les autres droits attachés à l'action. Leur émission est limitée à la même proportion que les ADP.
	Certificats d'investissement privilégiés (CIP)	Ils donnent un droit de dividende supérieur à celui des actions ordinaires.
	Actions à bon de souscription	Donne le droit de souscrire à de nouvelles émissions à des conditions préférentielles.
	ORA (Obligation remboursable en actions)	Contrairement aux obligations convertibles, pour lesquelles subsiste toujours un risque de non-conversion,

Titres hybrides		les obligations remboursables en actions se transforment obligatoirement en capitaux propres. Elles sont remboursées par remise d'actions de la société émettrice. Il n'y a donc pas de flux financiers de remboursement. *Equivalent anglais : Bond redeemable in shares, Equity-linked securities, Mandatory convertible bonds*
	OCA (Obligation convertible en actions)	L'obligation convertible est une obligation qui donne à son détenteur, pendant la période de conversion, la possibilité de l'échanger contre une ou plusieurs actions de la société émettrice. C'est un produit d'une grande souplesse d'utilisation puisque le taux d'intérêt peut être fixe, variable, indexé, flottant, révisable, etc., toute condition d'amortissement pouvant par ailleurs être envisagée, en particulier le coupon zéro. L'obligation convertible s'assimile à une obligation classique avec une option d'achat sur des actions nouvelles de l'émetteur. *Equivalent anglais : Convertible bonds, Convertible preferred stock, Equity-linked securities*
	OCEANE	On parle d'OCEANE (obligation convertible en actions nouvelles ou existantes) quand l'émetteur d'une obligation convertible peut remettre au créditeur soit de nouvelles actions émises pour l'occasion, soit des actions existantes qu'il détient en portefeuille, par exemple à la suite d'un rachat d'actions.

Tableau 4 : Typologie des titres de participation

Toutes ces altérations au principe d'unicité des droits de vote font que les recommandations en matière de gouvernance se focalisent en grande partie sur ce point. Le pouvoir des actionnaires s'exerce surtout lors des assemblées générales, c'est pourquoi il faut rétablir la proportionnalité des votes.

3.2. Les justifications de l'unification des droits de vote

Depuis les travaux de Grossman et Hart (1998), de nombreuses études se sont intéressées aux conséquences de l'existence d'asymétrie entre droits aux cash flows et droits de vote en présence de classes d'actions multiples permettant à l'actionnaire contrôle de percevoir un bénéfice privé de contrôle. D'après La Porta et al. (1998 et 2002), Claessens et ali (2002), Cronqvist et Nilsson (2002), l'impact direct sur la firme devrait être potentiellement visible au travers de la décroissance de la valeur de la firme, de la hausse du coût du capital et de la difficulté d'obtenir de nouveaux investissements. D'un autre côté, les articles Burkart et ali (1998), De Angelo et De Angelo (1985), Fischel (1987) et Dimitrov et Jain (2003) montrent que sous certaines conditions l'existence de différentes classes d'actions peuvent bénéficier aux actionnaires.

Shleifer et Wolfenzon (2002) démontrent théoriquement que les firmes avec un faible niveau de protection ont une valeur inférieure car les investisseurs incorporent dans leur évaluation la potentialité d'extraction de bénéfices de la part des actionnaires de contrôle. Et si le marché estime que les firmes ayant des droits de vote multiples sont plus enclines à subir des extractions de bénéfices que les firmes respectant l'unicité des droits de vote, les investisseurs paieront moins pour la première. Il en résulte un équilibre : les actionnaires de contrôle profite des bénéfices privés et les actionnaires minoritaires payent pour ce qu'ils ont, c'est-à-dire les cash flows attendu après extraction des bénéfices privés. Pajuste (2003) s'est demandée pourquoi les firmes renonçaient à cet équilibre en unifiant les droits de vote. Elle ne trouve pas de différence ex post dans les résultats entre les firmes qui procède à une unification de leurs droits de vote et les firmes qui ne le font pas. Les firmes qui unifient leurs droits de vote sont généralement plus dépendant du marché des actions et donc de la valorisation de ses actions. Par contre, celles qui gardent leurs droits de vote multiples financent leur croissance par autofinancement et par dette, ce qui les rend moins dépendantes de la valorisation de leurs actions. L'auteur suggère au final qu'il est inutile d'imposer l'unification des droits de vote, car les entreprises qui ont besoin de financement par le marché finissent par y recourir.

La motivation principale pour les firmes est l'accroissement de la valorisation des actions. Cet accroissement de la valeur serait la résultante de la baisse potentielle d'extraction de bénéfices, de l'augmentation de la liquidité et du gain de reconnaissance attendue par les investisseurs. Une augmentation de la valorisation peut être souhaitable soit pour permettre l'émission de nouvelles actions, soit pour faire une acquisition par échange d'actions. Les firmes qui ont des opportunités de croissance supérieures devraient avoir des incitations plus fortes à unifier leurs droits de vote. Même si la firme n'émet pas de nouvelles actions après l'unification, elle peut avoir besoin de capital pour ses investissements dans le futur. La simplification de sa structure actionnariale est plus attractive pour les investisseurs potentiels. L'accroissement de la liquidité a aussi pour but de rendre la firme plus attractive pour les investisseurs.

Enfin, l'abandon des droits de vote multiples a un effet d'annonce important vers le marché. L'entreprise peut exploiter les retombées médiatiques et marketing pour envoyer un signal aux investisseurs. D'après le modèle de Merton (1987), une augmentation dans la taille relative de la base des investisseurs, pourrait réduire le coût du capital et augmenter la valeur de marché de la firme. Quand les prix des actions et la liquidité sont importants, l'unification peut aider à augmenter la base des investisseurs et par la suite augmenter la valeur de marché.

La renonciation au droit de vote double est d'autant plus facile pour l'actionnaire de contrôle que la prime de contrôle est faible. Si la valeur des droits de vote est peu élevée, la probabilité d'unification augmente. Empiriquement, la mesure de la prime de contrôle est généralement mesurée soit par la différence entre les actions à droits de vote multiples et les actions à droits de vote ordinaires, soit par la différence entre le prix d'une action ordinaire et le prix d'une action appartenant à la cession d'un bloc de contrôle.

Le leader français des cosmétiques l'Oréal a renoncé en 2004 a ses droits de vote double à l'occasion de sa fusion avec sa holding Gesparal (transaction qui n'est pas toujours de l'intérêt de tous les actionnaires mais toujours réalisée aux frais de tous les actionnaires). Cette décision a été saluée par les associations d'actionnaires. Périodiquement, des enquêtes sont menées sur le respect des critères de bonne gouvernance.

3.3. Synthèse des résultats d'enquête sur la gouvernance en France

Il est possible de distinguer deux périodes, l'avant et l'après loi NRE (2001), car elle met justement l'accent sur un ensemble de critères susceptibles d'améliorer la bonne gestion. Leurs résultats montrent que les entreprises sont de plus en plus réceptives aux préoccupations des actionnaires.

3.3.1. Les enquêtes antérieures à la loi NRE 2001

En 1997, le quatrième rapport de Déminor avait été réalisé auprès de 248 sociétés cotées en Bourse selon 72 critères extraits des rapports annuels de l'année 1996. L'enquête portant sur le seul exercice de 1996, la corrélation entre bonne gouvernance et performance financière n'a pas pu être établie. L'analyse des rapports annuels de 1996 de toutes les sociétés du CAC 40 montre que 18% seulement d'entre eux font une référence explicite au rapport Viénot devenu le benchmark français en matière de gouvernance. Le cabinet avait aussi souligné qu'aucune de ces sociétés françaises ne désigne dans son conseil, quels sont les administrateurs indépendants. Toujours selon les observations de Déminor, 70 % des sociétés du CAC 40 disposaient d'un droit de vote double et 10 % d'un dividende majoré. Le principe d'une action une voix est une règle d'or de la gouvernance, sa transgression est généralement justifiée par le désir de fidéliser et de récompenser l'actionnariat mais ce dispositif est en réalité un dispositif de protection du capital pour les dirigeants. Le catalogue de mesure anti-OPA dressé par le cabinet reste toujours valable aujourd'hui. Il contenait les sociétés en commandite par actions, les demandes d'autorisation à augmenter le capital, les rachats d'actions et les droits de vote double. 80 % des sociétés disposaient d'un directeur des relations avec les investisseurs, 73 % disposaient d'un site Internet mais dont seulement 48 % avec une section spécifique pour les actionnaires. Seuls 55% des sociétés de l'enquête disposaient d'un comité d'audit, alors que déjà à l'époque 100 % de l'échantillon des sociétés anglaises en disposaient. Les proportions étaient les mêmes pour les comités de rémunérations.

Une autre étude commandée par le cabinet Vuchot Ward Howell (B. Richard et E. Auger, Gouvernement d'entreprise 1997 : l'année de l'élan.), délimitée aux rapports annuels des sociétés

du CAC 40 et de leurs communications, avait d'après ses auteurs concluent que les recommandations du rapport Viénot sont mises en œuvre en 1997 par 82 % des sociétés du CAC 40, contre 37 % en 1995.

Par exemple, la séparation des organes de direction des instances de surveillance dans les sociétés du CAC 40 était de 20 % en 1996 contre 12,5 % en 1995. La proportion des sociétés à conseil de surveillance et à directoire s'élevait à 25 % si l'on tenait compte des sociétés en commandite à conseil de surveillance. Pour le SBF 120, la proportion diminue à 18 % jusqu'à ne plus attendre que 3 % pour l'ensemble des sociétés anonymes. L'étude observait également que la définition d'une charte d'administrateur restait encore embryonnaire puisqu'il n'y avait que 7 sociétés qui y faisaient référence. Elle notait par contre une progression dans la mise en place de comités spécialisés au sein des conseils d'administration d'une trentaine de conseils d'administration du CAC, dont 86 % disposaient d'un comité d'audit, 50 % d'un comité des rémunérations, 15 % d'un comité de sélection des administrateurs et 40 % d'un comité commun pour la rémunération et la sélection. Les comités d'audit avaient été majoritairement créés après la publication du rapport Viénot de1995, alors que les comités de rémunérations existaient déjà avant. Les comités de sélection et de nominations des administrateurs étaient et restent assez faiblement répandus.

Déjà, les auteurs nuançaient ces créations de comités spécialisés par le manque d'indépendance de ces comités dans leurs compositions et le manque de transparence puisqu'il n'existait pas d'obligations de publication des rémunérations et des curriculum vitae des dirigeants ainsi que des principaux administrateurs. Autre problème, si les comités spécialisés apparaissaient indispensables chez les grands noms de la cote, ils existent en réalité une disparité entre les sociétés.

Une enquête du cabinet KPMG montrait que si 90 % des sociétés composant les vingt plus grandes capitalisations avaient au moins un comité spécialisé, seulement 12% des 130 dernières capitalisations du SBF 250 avaient fait évoluer leur conseil sur ce critère.
Seuls 23 % des rapports annuels indiquaient les fonctions principales et les mandats des administrateurs, alors que 37 % ne donnaient absolument aucune précision sur leurs administrateurs. De plus, 14 % des administrateurs détenaient 34 % des mandats de l'ensemble des sociétés du CAC 40. Le cabinet VWH dénonçait aussi la sous représentation des étrangers au

sein des conseils d'administration français, sur 541 postes, 71 (14 %) étaient occupés par des non-résidents. Quant à la représentation des actionnaires individuels dans les conseils, elle était tout à fait anecdotique avec sept sociétés seulement.
Toujours à propos des actionnaires minoritaires, la présence d'administrateurs indépendants n'était mentionnée explicitement que par 5 sociétés. D'ailleurs, les auteurs distinguaient plusieurs types d'administrateurs indépendants en France :

- Les présidents ayant abandonnés des fonctions exécutives, dont certains deviennent administrateurs professionnels.
- Les hauts fonctionnaires, magistrats ou ex-représentants d'autorité de place.
- Les associations professionnelles
- Les représentants d'une catégorie particulière d'actionnaires.
- Les universitaires et les chercheurs.
- Les personnalités extérieures.
- Les conseils extérieurs.

Les auteurs soulignent que contrairement aux pays anglo-saxons, aucun avocat ne siège dans les sociétés du CAC 40, pourtant il n'existe aucun empêchement légal mais les avocats craignent les conflits d'intérêt ou les contre-indications commerciales de leur cabinet.

En conclusion de leur étude, Bertrand Richard et Edouard Auger constataient le caractère positif du changement dans la pratique du gouvernement d'entreprise. Mais le résultat le plus intéressant est le paradoxe relevé par les auteurs selon lequel les sociétés du CAC les moins transparentes sont aussi celles qui avaient offert les meilleurs retours sur investissement à leurs actionnaires (Carrefour, Michelin, Legrand et Total). Il est intéressant pour notre étude de noter que la problématique entre gouvernance et performance se pose toujours.

L'éclatement de la bulle Internet en 2000 a eu pour conséquence une profonde réflexion sur la répartition des contrôles. Les dérives de cette période ont poussé les autorités à adopter en bloc les recommandations en la matière mais en laissant une marge de manœuvre aux entreprises.

3.3.2. Les enquêtes après 2001

Plus récemment, un rapport du cabinet Proxinvest pour l'Association Française de gestion Financière (Les Assemblées Générales 2003 Des Sociétés Cotées, Mars 2004) éclaire sur la progression des mesures de bonne gouvernance dans les grandes sociétés faisant appel à l'épargne public. Les dispositions statuaires qui entravent le principe d'une action, une voix sont en baisse mais restent importants. Près de 60 % des sociétés du SBF 120 et du CAC 40 sont toujours pourvu d'une clause de droit de vote double après une détention de deux à cinq ans des actions ordinaires, soit 23 sociétés sur 40 pour les sociétés du CAC 40. La fréquence des droits de vote double masque le faible taux de participation en actions lors des assemblées générales, plus proche de 45 % que des 60 % du capital des statistiques généralement évoquées par les entreprises.

Les limitations statuaires du droit de vote ne représentent que 9 % des sociétés du SBF 120, alors que 3 sociétés sont constituées en sociétés en commandite, en notant que deux d'entre elles disposent d'une clause de droit de vote double (Michelin et Lagardère). Quant à l'indépendance des conseils, l'AFG relève que 29,94 % des sociétés du SBF 120 ont un conseil d'administration qui répond à ses critères d'indépendance contre 70,06 % qui ne le sont pas. Et 44,5 % des sociétés ont un conseil avec une proportion d'administrateurs indépendants supérieurs à un tiers selon les recommandations les plus souples en matière de gouvernance (contre 35 % en 2002). La proportion diminue à 16 % des sociétés du SBF 120 lorsque le critère d'indépendance s'élève à 50 % des administrateurs du conseil. La loi encadre également la taille des conseils avec des exceptions lors de fusion, mais l'AFG dénonce les conseils supérieurs à 16 membres, et ces derniers constituent 12 % des sociétés du SBF 120 et 22,5 % des sociétés du CAC 40. Quant à la dissociation des fonctions de président du conseil et de direction générale, la proportion est actuellement de 42 % des sociétés du SBF 120 dont 18 sociétés du CAC 40.

La représentation des étrangers dans les conseils, elle s'élève aujourd'hui à 25,2% du CAC 40 (contre 14 % en 1996) et à 21,54 % pour le SBF 120 soit 294 sur 1365 sièges d'administrateurs ou de membres de conseil de surveillance. D'après l'étude, la présence de non résidents est

corrélée avec la présence d'un actionnariat étranger ou après la fusion avec un groupe étranger. Inversement, 30 % des sociétés du SBF 120 n'ont aucun administrateur étranger.

L'évolution des comités spécialisés a été assez disparate par rapport aux recommandations de l'AFG sur la présence de trois comités distincts basée eux-mêmes sur les rapports Viénot, Bouton et Cadbury. Seules 31 sociétés du SBF 120 dont 14 du CAC 40 ont trois comités distincts. Comme le souligne les rapporteurs de l'étude, les comités indépendants constituent pour les sociétés n'appliquant pas la dissociation entre présidence du conseil et direction générale un axe principal d'amélioration d'efficacité du conseil. Pour les comités d'audit, la proportion s'élève à 83 % des sociétés du SBF 120 (contre 74 % en 2002), soit 99 comités en tout mais 27 sociétés sur 99 n'ont aucun administrateur indépendant. L'AFG recommande une proportion d'un tiers d'administrateurs indépendants, et selon ce critère, 58 sociétés sur 99 au SBF 120 le respectent. Mais par contre 24 % des sociétés du SBF 120 ont deux tiers d'indépendants contre 17 % en 2002. Pour les comités de rémunération, la proportion est de 82 % des sociétés du SBF 120 mais ce chiffre cache le fait que seuls 28 comités sur 98 respectent un taux d'indépendant supérieur à 50 %, ce qui est crucial pour l'élaboration des critères de rémunération ainsi que l'absence de dirigeant dans ce comité qui paraît évident pour son impartialité, or 18 % de ces comités de rémunération en 2003 comportaient un dirigeant. Enfin, la proportion des comités de nomination est de 33 % dans les sociétés du SBF 120. Ici, la recommandation est de l'ordre du tiers d'indépendants et elle est respectée par 72,5 % de ces comités, mais sur les 39 comités, seuls 20 sont distincts des comités de rémunération.

En 2006, 80 % des assemblées générales des firmes du CAC 40 ont été réunies dès la première convocation, contre 57 % en 2005. Selon l'agence de communication financière Cap Com (2007), lors des assemblées générales 2006 des sociétés du CAC 40, une question sur trois portait sur les perspectives financières, la politique d'investissement et le financement de la croissance, contre une sur cinq en 2005, et une sur dix concernait la protection du capital, les opérations de fusions et OPA hostiles. En termes de gouvernement d'entreprise, presque la moitié des questions (47 %) concernent les rémunérations des dirigeants.

Les thèmes des questions posées par les actionnaires lors des AG touchent des domaines variés. Les questions de stratégies, de métiers et de finance représentent 36 % des thèmes abordés. Une proportion de 27 % des questions concerne les thèmes du dividende, du capital, de la distribution d'action, du cours de bourse et de l'actionnariat. Ensuite, 19 % des questions concernent le gouvernement d'entreprise, la rémunération des dirigeants et les ressources humaines. Quant à l'application des normes IFRS, elles ne concernent que 5 % des questions abordées. Les fusions et OPA ne représentent que 4 % des thèmes abordés. Et enfin 9 % abordent des thèmes divers.

L'étude Cap Com (2007) révèle que 85% des petits porteurs sont contre l'attribution de stock options. L'enquête révèle aussi que si les actionnaires individuels s'intéressent d'avantage aux AG, il en va de même des sociétés qui ont largement renforcé leur politique de communication. Pour cela, 80 % des AG sont retransmises en direct ou en différé sur Internet. En 2006, 50 % des sociétés du CAC 40 ont diffusé des vidéos présentant leurs métiers et les investissements réalisés, soit une hausse de 12 points par rapport à 2005, répondant ainsi à l'attente des actionnaires individuels. En effet, plus d'un tiers des questions posées par ces derniers concernent la stratégie, dont 62 % les métiers.

Afin de faire évoluer les mentalités et les comportements, l'Institut français des administrateurs (IFA)[39] a publié le rapport d'un groupe de travail sur les comités du conseil et les bonnes pratiques à adopter. Premier problème, le président ou le directeur général participe encore dans 51 % des cas au comité des nominations, dans 50 % à celui des rémunérations et dans 33 % à celui d'audit. Par ailleurs, le nombre de réunions annuelles, de 5 en moyenne pour le comité d'audit et de 3 pour les deux autres, est bien faible. Aujourd'hui, le comité d'audit paraît le plus au point. Il peut auditionner hors de la présence du dirigeant les commissaires aux comptes dans 91 % des cas et le directeur financier dans 89 % des cas. Et il donne son avis dans 9 sociétés sur 10 sur le renouvellement des auditeurs légaux. Le comité des nominations est en revanche à la traîne. Il ne participe qu'à 40 % à la recherche de dirigeants et à 51 % à leur validation. La succession des dirigeants est encore largement entre les mains des présidents en place.

[39] Sur le site de l'IFA, **www.ifa-asso.com**, sont disponibles les rapports suivants : Panorama des pratiques de gouvernance des Bigcaps, édition 2007 par Ernst & Young, KPMG : La pratique des comités d'audit en France et dans le monde – Enquête internationale – Juin 2006

Le comité des rémunérations voit, lui, son rôle de contrôle s'accroître. Il apprécie 9 fois sur 10 les modalités de rémunérations des dirigeants concernant les salaires, 8 fois sur 10 concernant les stock-options, les actions gratuites, les retraites, les avantages en nature. Un nombre croissant de ces comités n'hésite pas à recueillir l'avis de cabinets externes. Mais dans les faits, le comité des rémunérations n'apparaît pas toujours, tant s'en faut, comme une structure indiscutable. Par exemple, Vincent Bolloré n'a pas hésité à le supprimer chez Havas, n'acceptant pas ses recommandations sur le calcul des bonus des cadres dirigeants du groupe.

Le rapport sur les Bigcaps révèle que 49% de celles-ci ont dissocié les fonctions d'exécution et de surveillance. Le nombre moyen du conseil d'administration est de 12 contre 6,2 pour les Midcaps, avec 42 % de membres indépendants. Dans l'échantillon, 92% fournissent une information claire et précise sur les modalités de rémunération des mandataires sociaux.

L'ensemble de ces rapports d'enquête montre qu'il existe encore beaucoup de travail à faire pour les promoteurs des règles de bonne gouvernance. Les actionnaires sont en droit de savoir pourquoi les entreprises ne veulent pas se conformer à ces prescriptions.

Ce chapitre 2 a montré que la problématique du législateur est d'ériger un système juridique qui favorise la bonne gouvernance tout en laissant la marge de manœuvre et la souplesse nécessaire à la marche des affaires. Les principes et les codes de bonne gouvernance ont proliféré ces dernières années dans l'ensemble des pays développés pour cause de scandales et des crises financières majeurs. A l'inverse des Etats-Unis qui ont choisi des règles contraignantes, la France a choisi le principe de « *respecter ou de se justifier* » au niveau de sa réglementation et du contrôle des institutions. A la suite de la crise de 1929, le *Glass Steagall Act* était déjà extrêmement contraignant. En France, cela peut paraître plus surprenant une telle latitude, mais il est possible de considérer que le niveau de contraintes est déjà tellement élevé que le législateur peut être réticent à imposer des obligations supplémentaires.

Le débat sur la gouvernance semble surtout se cristalliser autour du rôle du conseil d'administration et du statut des administrateurs. Il existe un problème d'accès des actionnaires minoritaires aux mécanismes qui sont censés être à leurs dispositions pour se faire entendre. Le conseil d'administration doit servir d'intermédiaire entre la base des actionnaires et les instances de direction. Mais que faire lorsque les administrateurs agissent dans leur intérêt personnel alors qu'il existe de nombreux obstacles à la mise en pratique d'actions sociales. L'activisme actionnarial a un coût élevé et les moyens sont très variables en fonction de la nature de l'actionnaire minoritaire. De plus, il existe des différences dans la nature des objectifs. C'est pourquoi l'influence de l'environnement juridique et institutionnel est déterminante sur le comportement des actionnaires minoritaires. La tendance est à la défense du principe *« une action, une voix »* et à l'abrogation des pilules empoisonnées afin de réintroduire le contrôle du marché. Mais ici encore la France est en proie à une politique schizophrénique puisque les politiques ont si peur que les grandes sociétés nationales passent sous un contrôle étrangers que des dispositifs anti-OPA ont été institué avec les bons « *Bretons*[40] » qui permettent à tous les actionnaires de détenir des bons de souscriptions qui diluent le capital en cas d'offre hostile. Depuis 2006, elles peuvent attribuer des bons de souscription d'actions à leurs actionnaires, en cas d'offre hostile. L'exercice de ces bons augmente le coût d'acquisition de la société pour

[40] Bons de souscription d'action attribués aux actionnaires de l'entreprise en cas d'offre hostile. L'exercice de ces bons augmente le coût d'acquisition de la société puisque le capital acquis est dilué.

l'offrant puisque le capital acquis est dilué. Seulement, pour cela, les conseils d'administration doivent soumettre une proposition au vote des actionnaires. Ce dispositif a été peu utilisé pour le moment, sept groupes du Cac 40 ayant déposé en 2007 des projets de résolution sur les bons *« Breton »*. En 2008, elles sont 8. Mais le dispositif est peu apprécié par les investisseurs. Certaines entreprises ont fait passer leurs propositions de justesse en 2007, telles Suez ou Essilor. Le principe du bon, la dilution du capital, présente en effet une menace sur le cours de l'action. L'Association française de gestion financière regrette également le transfert de pouvoir des actionnaires vers les conseils d'administrations qu'ils procurent. La 13ème Directive européenne concernant les OPA qui a longtemps été discutée, était censée aussi favoriser le contrôle du marché mais son caractère libéral a été largement atténué avec la clause de réciprocité.

La profusion de règles et d'obligation peut avoir un caractère inefficient. Un effet pervers qui a déjà commencé à être observé aux Etats-Unis. L'adoption de la loi Sarbanes-Oxley en 2002 a inauguré une nouvelle ère pour les administrateurs américains. Ils pèsent sur eux la menace, bien réelle, de se voir tenus responsables financièrement de la bonne gestion des l'entreprise. Aujourd'hui, le risque est que les conseils d'administration se concentrent tellement sur les questions de respect de la législation que cela se fait au détriment de leur rôle de conseiller stratégique.

A la suite de ce chapitre, deux hypothèses supplémentaires peuvent être posées :
La concentration du capital ne change pas spécifiquement la nature des recommandations de gouvernance mais la raison de leur application est différente. C'est pourquoi la théorie de la gouvernance cherche à favoriser les contre pouvoirs. L'**hypothèse H3** a pour objectif de savoir si la concentration du contrôle a un impact négatif sur la probabilité d'occurrence de l'activisme.

Le caractère de la firme managériale a longtemps été le modèle de référence. En même temps, depuis Jensen et Meckling (1976), on connaît des déviations liées à la relation d'agence. Mais est-il plus susceptible d'être touché par l'activisme du fait de son capital diffus ? L'**hypothèse H4** est que la nature managériale du contrôle a un impact positif sur l'activisme. Le débat reste intense sur la question des effets de la nature des dirigeants et de la propriété.

L'objectif de cette première partie consistait à rendre compte de l'état d'évolution de la théorie de la gouvernance d'entreprise. Il en ressort que les déterminants de l'activisme des actionnaires minoritaires relèvent de nombreuses variables qui ont été mis en évidence aussi bien par les chercheurs que par les praticiens. La protection des actionnaires est l'objectif qui semble commun à l'ensemble des actions du législateur. On observe que le respect des critères de gouvernance semble dans un premier temps focaliser l'attention. Même si le fait de remplir un certain nombre de règles ne constitue pas une assurance de maximisation de la valeur. Les investisseurs qui n'ont pas d'informations spécifiques sur la firme n'ont pas d'autre choix que de regarder la structure de gouvernance présentée par celle-ci. C'est la raison pour laquelle l'étude empirique va se baser sur les critères les plus visibles pour les actionnaires.

L'élaboration et l'application d'un cadre juridique protecteur sont indispensables à la mise en place d'une bonne gouvernance. La difficulté aujourd'hui réside dans la multiplication des sources de droits au niveau national et international. L'idée de convergence des formes de capitalisme est très présente dans la littérature même si le débat n'est pas tranché. Les réponses adoptées en Europe et aux Etats-Unis diffèrent à cause de l'origine des problématiques rencontrées par les actionnaires et de la nature des fraudes et des scandales. La structure du capital est différente outre-Atlantique. La géographie du capital est aussi une géographie des pouvoirs au sein des sociétés cotées. De la nature des problèmes dépend la nature des solutions. La loi Sarbanes-Oxley est contraignante pour les sociétés. A l'inverse, la réglementation n'est pas aussi prescriptive en France, où le législateur a préféré laisser plus de marge de manœuvre aux sociétés. Le principe basé sur *« respecter ou justifier »* a été choisi pour l'application des règles de bonne gouvernance. Le rôle des conseils d'administration et des administrateurs indépendants sont au cœur de la réflexion en France. La structure de gouvernance évolue au gré de l'environnement juridique mais aussi en fonction des affaires qui minent la confiance des investisseurs. Les enquêtes menées sur la gouvernance en France depuis la fin des années 90 révèlent que les recommandations en matière de gouvernance ne sont suivies que de manières assez sporadiques. Les résultats sont d'autant plus décevants que ce sont les sociétés cotées les plus importantes du marché. Bien que la mondialisation des marchés ait facilité la transitivité de nombreuses pratiques, le capitalisme français reste un capitalisme très concentré et finalement

peu enclin à partager le contrôle avec des actionnaires minoritaires qui ont de plus en plus conscience de leur pouvoir.

Tout l'objet de l'étude empirique réside dans la recherche de la relation existante entre activisme des actionnaires minoritaires et structure de gouvernance. La question de l'influence de l'activisme des actionnaires minoritaires sur l'adoption de règles de bonne gouvernance se pose.

H3 : La concentration du contrôle a un impact négatif sur la probabilité d'occurrence de l'activisme.

H4 : La nature managériale du contrôle a un impact positif sur l'activisme.

Partie 2 : Etude empirique de la relation entre l'activisme des actionnaires minoritaires et la structure de gouvernance

Après avoir étudié les aspects théoriques liant l'activisme des actionnaires minoritaires à la gouvernance des entreprises, une étude empirique est mise en œuvre sur la base des grandes sociétés cotées françaises. Elle se penche tout particulièrement sur les effets de la structure de gouvernance telle qu'elle est idéalement représentée par les organismes prescripteurs en matière de règles de bonne gouvernance et la réalité des pratiques dans les entreprises. Avant tout, il convient de bien mettre en lumière le modèle français de gouvernance au travers d'un descriptif des firmes retenues dans l'échantillon, une fois les filtres d'échantillonnage traditionnels en sciences de gestion effectués.

L'intérêt de l'étude repose aussi sur sa temporalité, d'où une analyse profonde des observations suivies sur les années 2001, 2002, 2003 et 2004. La structure de gouvernance n'est pas un élément figé. L'activisme des actionnaires minoritaires évolue de même en réaction à des évènements nationaux comme internationaux. Les entreprises concernées par l'activisme vont faire l'objet d'une étude exploratoire plus approfondie que les autres permettant d'isoler des éléments qui seront par la suite peut être plus généralisés. Le recueil d'informations a une grande place dans l'élaboration de cette étude. Le travail fut long et difficile, illustrant à quel point les questions de transparence et de circulation de l'information sont bien des questions fondamentales pour la finance d'aujourd'hui.

Aucune base de données n'était disponible sur les critères de gouvernance rassemblés à partir de la revue de littérature de la partie I. L'activisme des actionnaires minoritaires n'a pas non plus fait l'objet d'une codification. En l'absence d'une méthodologie existante, l'étude tout en restant dans un cadre hypothético-déductif a dû emprunter une démarche originale. La compréhension des motifs de l'activisme ne semble pas pertinente hors de son contexte. La réaction des entreprises face à ce type d'intervention des minoritaires porte une valeur explicative. Le choix d'analyser plus en profondeur les cas des sociétés ciblées est un prélude nécessaire à l'élaboration de la grille d'analyse des critères de bonne gouvernance. Car certains

d'entre eux sont systématiquement respectés et n'offrent pas un éclairage sur les arbitrages que peuvent être amenés à faire les dirigeants. Les changements opérés dans la structure de gouvernance des firmes après un évènement d'activisme permettent de voir si elles préfèrent jouer le jeu en améliorant leur niveau de respect des bonnes pratiques.

Les principaux critères relevant du respect des règles de bonne gouvernance sont analysés. Une fois l'ensemble des données rassemblées et synthétisés, une batterie de tests statistiques est mise en œuvre afin de vérifier les aspects prédictifs de la gouvernance dans ces recommandations.

Cette deuxième partie s'articule donc avec le chapitre 3 qui présente l'analyse des effets de l'activisme actionnarial par rapport aux critères de gouvernance retenus. A cet effet, la démarche d'échantillonnage est présenté ainsi qu'une étude exploratoire concernant les firmes sujettes à de l'activisme. Ensuite, le chapitre 4 présente les résultats de l'activisme sur le système de gouvernance des firmes de l'échantillon.

Chapitre 3 : Analyse des effets de l'activisme actionnarial par rapports aux critères de gouvernance retenus

L'étude empirique cherche à trouver une relation entre l'activisme des actionnaires minoritaires et la structure de gouvernance. En France, ce sont les sociétés du SBF 120 qui constituent les plus grandes capitalisations françaises. Même si ces sociétés ne sont pas homogènes par rapport à leur secteur d'activité, leur taille ou le chiffre d'affaires, elles ont en commun de faire appel à l'épargne publique. Elles sont aussi toutes soumises à la réglementation de l'Autorité des Marchés Financiers sur le territoire français. Une fois la collecte de donnée effectuée, leur traitement statistique va permettre de suivre l'évolution du respect des recommandations en matière de bonne gouvernance.

L'étude porte sur les critères de gouvernance suivie par les sociétés cotées du SBF 120. La description de l'état de la gouvernance peut permettre la mise en place des mesures favorisant la diffusion des bonnes pratiques. Il y a de nombreuses interrogations : y a-t-il convergence dans les structures de gouvernance des sociétés cotées en France ? Les critères de gouvernance sont-ils indépendants les uns par rapport aux autres ? Les recommandations concernent des matières qui sont généralement liées. Afin de savoir s'il existe un cheminement ou des modèles particuliers de gouvernance, des tests de corrélations entre les critères de gouvernance sont menés pour les différentes populations de l'échantillon. Ensuite, une étude exploratoire se focalise directement sur les firmes sujettes à l'activisme des actionnaires minoritaires.

Cette étude exploratoire permet de formuler des constats relatifs aux déterminants de l'activisme actionnarial. Existe-t-il un profil type de ces sociétés par rapport à leur structure de gouvernance ? Est-il en rapport avec les causes de la contestation des actionnaires ? Pour identifier les évènements d'activisme, il a été effectué une revue de presse des titres spécialisés et disponible sur la base Europresse. Sur la trentaine de firmes identifiées, la structure de gouvernance de ces sociétés est analysée afin de comprendre comment elle évolue après une confrontation avec leurs actionnaires minoritaires. L'intensité de l'activisme est aussi prise en

compte pour déterminer si leurs actions peuvent avoir une influence sur la structure de gouvernance réciproquement. Enfin, les résultats de l'activisme sur cette période illustre le mode opératoire des actionnaires minoritaires.

Ce chapitre a pour principal objectif d'exposer la méthodologie de la recherche dans la première section. Dans la deuxième section, c'est l'analyse détaillée de l'évolution des firmes ciblées durant la période qui permettra de faire une étude exploratoire utile à l'établissement des tests du chapitre suivant qui présente les résultats définitifs.

I- Méthodologie de la recherche

L'idée générale est de mettre en place un outil capable de comparer la structure de gouvernance des sociétés cotées. Aucune base de données n'étant préexistante, il a fallu en concevoir une à partir des documents et des informations disponibles.

1. Constitution de l'échantillon

L'obligation pour les sociétés cotées de publier des informations légales pour les investisseurs a permis la constitution d'un échantillon répondant à l'objet de l'étude. Le processus de sélection et la collecte de données permettent de dégager l'évolution de la gouvernance.

1.1 Echantillonnage

L'étude porte sur les sociétés cotées du SBF 120 dont les informations sont publiquement disponibles. Le SBF 120 est constitué des sociétés du CAC 40 et des 80 premières entreprises du Premier marché, soit des sociétés faisant largement appels à l'épargne public.

Pour une étude approfondie et suivie sur la gouvernance des sociétés françaises cotées, seule la population récurrente du SBF 120 sur les quatre exercices consécutifs (2001, 2002, 2003, 2004) est retenue afin d'étudier les réactions des entreprises aux prises de position des actionnaires minoritaires. Le choix de débuter l'étude en 2001 est du à l'instauration de la loi NRE qui introduit des nouveautés en matière de gouvernance. Le manque d'informations est aussi plus important dans la période antérieure.

L'ensemble de la population n'étant pas homogène sur la période, des retraitements sont nécessaires afin d'exclure :

- Les sociétés, commerciales ou industrielles, ayant connu un changement de périmètre important, c'est-à-dire, suite à des fusions-absorptions qui ont changé profondément les caractéristiques de la société concernée. Les absorptions sans changement de périmètre sont sans incidences sur le gouvernement d'entreprise.

- Les banques et sociétés d'assurances disposant d'un système de comptabilité propre.
- Les sociétés en commandite par actions du fait du manque de transparence de l'information fournie.

L'indice SBF 120 dépend de la société Euronext dont le conseil scientifique des indices renouvelle régulièrement les éléments la composant lorsque les sociétés ne rentrent plus dans les critères financiers de l'indice ou lorsque les entreprises changent de périmètre après une fusion.

Echantillon initial	120 sociétés	100 %
Changement important de la société	16	13 %
Sociétés d'assurance et banques	12	10 %
Informations indisponibles	12	10 %
SCA	5	4 %
Droit néerlandais	4	3 %
Echantillon final	71	60 %

Tableau 5 : Traitement de l'échantillon

Entre 2001 et 2004, ont été retenues après triage 71 sociétés récurrentes au SBF 120 qui vont nous permettre d'obtenir un profil de la structure de gouvernance des grandes entreprises cotées. Dans son étude sur l'ampleur des bénéfices privés, Le Maux qui utilise lui aussi le SBF 120 ne parvient à obtenir que 58 sociétés pour son échantillon final. Cependant il faut noter que la période étudiée, 1998 à 2000, est moins bien fournie en informations électroniques, les sites Internet et les rapports en ligne étant moins développé. Comme, il le souligne dans son article : « *l'absence de transparence d'un grand nombre de sociétés laisse penser que les informations non fournies ne peuvent être favorables, en termes de réputation, à la coalition de contrôle en place* ». Aujourd'hui encore, l'indisponibilité de l'information, qui ne joue pas en la faveur des sociétés concernées, ne doit pas être totalement fortuite. Ceci démontre à quel point malgré une législation plus contraignante en matière de transparence, les règles de bonne gouvernance sont encore loin d'être respectées (document de référence standardisé)

1.2 Collecte de données

Les données relatives aux sociétés ont été obtenues à partir des rapports annuels et les documents de référence disponible la plupart du temps sur les sites internet des entreprises. Les variables juridiques (droit de vote double, déclaration de franchissement de seuils…), financières (autorisations d'augmentation de capital) et de gouvernement d'entreprise (durée des mandats excessifs, conventions réglementées) ont également été obtenues à la lecture des rapports, complétés par les informations fournies par l'autorité des marchés financiers (AMF) ainsi que par les alertes émises par l'association française de gestion financière (AFG-ASFFI) sur les entreprises du SBF 120.

Les données relatives à l'activisme ont été extraites une à une à partir de la base de données Europresse. Nous avons croisé les bases des journaux financiers et économiques :

- Le Monde
- Les Echos
- La Tribune
- L'Expansion
- La Vie Financière

L'objectif du présent travail est de montrer si le respect ou le non-respect des critères prescrits par les codes de gouvernance dans les sociétés a une influence sur l'activisme de leurs actionnaires minoritaires. Après une première analyse, il y a des critères qui ne seront pas retenus pour l'analyse, soit pour cause de faible disparité entre les entreprises soit pour cause de dépassement du périmètre de l'étude.

1.3. Critères de gouvernance et d'activisme analysés

La question est de savoir si les entreprises qui respectent les règles de bonne gouvernance sont moins susceptibles d'être ciblées par l'activisme de leurs actionnaires minoritaires. Les différentes variables ont été codées de manière binaire.

1= la firme possède le caractère

0= la firme ne possède pas le caractère

Les critères de gouvernance ne peuvent pas s'additionner, ceci n'aurait aucun sens. C'est la raison pour laquelle il a été nécessaire de transformer les données brutes afin d'obtenir une échelle mesurable. En transformant les données brutes tirées des rapports annuels, on peut additionner les variables. Tous les individus étudiés, c'est-à-dire les sociétés de notre échantillon, ont la même échelle de bonne gouvernance. Il y a homogénéisation des variables et une quantification qui va rendre comparable des données qui ne l'étaient pas. La transformation des données en variables binaires permet de traiter des variables quantitatives et qualitatives. L'affaiblissement de l'information est compensé par la possibilité de comparer.

Cette codification permet d'obtenir une échelle qui mesure le degré de respect des règles de bonne gouvernance. La note de 10 étant la note maximale au niveau de la structure de gouvernance. De même pour l'activisme, plus une entreprise aura un total proche de 10 et plus elle aura été ciblée par des actions de minoritaires.

Il est possible de rassembler les prescriptions sous différentes catégories :

- Les dispositions statuaires
- Les autorisations financières
- Gouvernance d'entreprise

Les dispositions statuaires			Les autorisations financières		Gouvernance d'entreprise		
Création ou allongement de droit de vote double	Création ou prolongation de régime de gouvernance affaiblie Existence d'une structure bicéphale de direction	Absence des trois comités spécialisés (audit, rémunération, nomination)	Maintien des autorisations d'augmentation de capital en période d'offre publique	Autorisations d'augmentation de capital par émissions d'actions, d'obligations convertibles, ou de bons de souscription sans DPS ou sans délai de priorité	Durée des mandats des administrateurs > 4ans Taux d'indépendance des conseils Taille des conseils d'administration	Existence de conventions réglementées au bénéfice de membres de la direction et/ou de sociétés actionnaires	Edition d'un document de référence standardisé
Mise en perspective de ces variables avec la structure de propriété							
Firme contrôlée par moins de 5 actionnaires				Actionnariat flottant > 50%			

Tableau 6 : Nature des critères de gouvernance

Les premiers enseignements de cette étude se trouvent dans le nombre d'entreprises qui respectent les prescriptions des codes de bonne gouvernance. Peu d'entreprises respectent l'ensemble des règles de gouvernance. Seul un tiers des sociétés respectent le critère *« d'une action, une voix »*, de même pour l'adoption d'une structure bicéphale à conseil de surveillance et directoire. L'existence de trois comités spécialisés distincts (audit, rémunération, sélection) est elle aussi peu répandue, mais le nombre d'entreprises respectant ce critère a plus que doublé en quatre ans. Par contre, le respect de la durée de quatre ans pour les mandats des administrateurs est assez répandu et progresse chaque année.

Le peu de documents de référence publiés est un manquement à la bonne diffusion de l'information. L'entreprise peut faire des rapports annuels très personnalisés. L'absence d'un standard nuit à la comparaison entre les sociétés. Il peut être un moyen de cacher l'information aux actionnaires qui n'ont pas toujours les compétences pour extraire l'information pertinente. L'existence de convention réglementée est associée dans Le Maux (2003) à une procédure d'extraction de bénéfice privée pour les insiders.

Les autorisations financières permettant un contrôle discrétionnaire restent largement présentes dans les statuts. La proportion d'entreprises ne disposant pas de ces mesures protectionnistes va en diminuant. Cela permet aux dirigeants de se retrancher derrière des dispositions qui les protègent du contrôle du marché. De plus en cas d'augmentations de capital sans droit préférentiel de souscription (DPS)[41], les petits actionnaires peuvent se retrouver diluer dans la mesure où ils n'auraient pas les liquidités pour suivre l'opération financière.

[41] Le droit préférentiel de souscription est un droit attaché à chaque action ancienne qui permet à son détenteur de souscrire à l'émission d'actions nouvelles. L'actionnaire ancien possède donc un droit de priorité pour souscrire à l'augmentation de capital qu'il peut par ailleurs vendre pendant toute la durée de l'opération. C'est un droit vénal qui permet d'ajuster le prix d'émission à la valeur marchande de l'action.
Les actionnaires ne sont pas obligés de souscrire aux actions nouvelles auxquelles ils ont droit. Ils peuvent, s'ils le souhaitent, vendre leurs droits à des personnes qui voudraient s'assurer une possibilité de souscription. Ils peuvent aussi renoncer individuellement à leur droit préférentiel de souscription. Ce qui permet d'accélérer la réalisation de l'augmentation de capital. Valeur du droit : elle est égale à la valeur théorique de l'action moins le prix d'émission, rapporté à la proportion d'attribution. NB : la valeur du droit préférentiel de souscription évolue en fonction des conditions de l'émission (avec ou sans prime d'émission) et en fonction de la valeur boursière (ou estimée si la société n'est pas cotée en bourse).

Le nombre de conseils d'administration dont le taux d'indépendance est supérieur à 50% des membres tend à augmenter sur la période sauf en 2004. Et les conseils respectant les formats préconisés par l'AFG sont majoritaires, c'est-à-dire entre 7 et 16 administrateurs.

Pourcentage par rapport au nombre total d'entreprise (%)	**ANNEES**			
Critères de gouvernance	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**
DVU	26,8	29,6	32,4	32,4
DCS	29,6	28,2	31	28,2
ARS	8,4	16,9	18,3	21,1
Minf4	37,1	45,7	47,9	63,4
A_CR	21,1	18,3	15,5	12,7
DR	9,9	18,3	26,8	25,3
A_OPA	25,3	19,7	15,5	11,3
A_DPS	23,9	19,7	19,7	18,3
Ind_sup50	22,5	26,8	43,7	40,8
Form_csl	77,5	78,9	85,9	84,5

Tableau 7 : Pourcentage d'entreprise respectant un critère de gouvernance une année donnée par rapport au nombre total d'entreprise dans l'échantillon

La traduction de ces variables est la suivante :

DVU = droit de vote unique
D/CS = séparation Directoire/Conseil de surveillance
ARS = présence des comités Audit/Rémunération/Sélection
M<4 = mandats administrateurs < 4 ans
A_CR = absence de conventions réglementées
DR = publication d'un document de référence standard
A_OPA = absence d'autorisation d'augmentation de K en période d'OPA
A_DPS = absence d'autorisation d'augmentation de K sans DPS
C<5A = concentration du contrôle < 5 actionnaires
F>50% = flottant de l'actionnariat > 50 %
Ind_sup50 = conseil composé d'au moins 50% d'administrateurs indépendants
Form_Csl = format du conseil entre 7 et 16 membres

2. Evolution de la structure de gouvernance des entreprises en réponse à l'activisme actionnarial

2.1. Descriptif des résultats des critères de gouvernance

La plupart des critères de gouvernance évoluent positivement sur la période. Ce qui tend à montrer que la gouvernance s'améliore dans les grandes sociétés cotées, comme le fait remarquer la plupart des organismes de gestion de fonds et des sociétés de conseils en gouvernance. Les changements opérés sont souvent revendiqués par les tenants de l'activisme actionnarial.

D'après le **tableau 7**, on constate que le critère DVU passe de 26,8% à 32,4% avec une progression régulière sur la période. Il est à noter que les entreprises qui appliquent ce critère sur la période le font généralement dans le cadre d'une refonte en profondeur de leur gouvernement d'entreprise comme pour le cas de l'Oréal sur la période qui renonce aux droits de vote double dans le cadre d'une réorganisation du holding familial qui contrôlait jusqu'alors la société, la famille restant majoritaire.

La séparation statutaire des organes de contrôle et de direction recommandée par les organismes de gouvernance dont la traduction en France est la société à Directoire et Conseil de surveillance diminue de 2001 à 2002 pour atteindre un pic en 2003 et revenir à son niveau antérieur. La raison de ce retour en arrière est souvent justifiée par la maturité de l'entreprise, qui pour un besoin de dynamisme est retransformé en société à conseil d'administration. Il reste que seul moins d'un tiers de l'échantillon respectent ce critère. Les dirigeants ne partagent pas leurs prérogatives. La création de comités connaît une nette progression sur la période passant de 8,4% à 21,1%. Cela reste faible surtout lorsque l'on sait que peu de ces comités respectent les critères d'indépendance exigés par les organismes de gouvernance. Par simplification, seules les entreprises qui possédaient les comités d'audit, de rémunérations et de sélection des administrateurs sont notées. La simple indication de séparation étant jugé comme suffisante pour représenter le désir de la firme à se conformer aux règles de gouvernance. La faiblesse des contre-pouvoirs est symptomatique du mode de gestion des affaires en France. Mais le niveau de respect de ce critère peut aussi être imputé à l'absence d'un nombre suffisant d'administrateurs indépendants formés. De nombreuses entreprises indiquent la présence d'un comité de sélection des administrateurs mais qui se confond avec le comité de rémunération. Il existe de nombreux autres comités mais ils ne sont pas expressément recommandés par les organismes de gouvernance.

Le respect du critère de durée de mandats inférieur ou égal à 4 ans connaît la plus forte progression sur la période de 37,1% à 63,4%. Les bons chiffres de ce critère qui reflète le degré d'enracinement doit être tempéré par les possibilités d'absence de limitation du nombre de mandats, le cumul des mandats et la limite d'âge. Ces autres critères auraient pu faire partie du

choix de nos critères mais il s'est arrêté sur la durée du mandat car dans le cadre d'une bonne gouvernance, le retour devant les « *urnes* » sanctionne l'agrément accordé par les actionnaires aux administrateurs. Le mandat de six ans reste encore en vigueur dans de nombreuses sociétés de l'échantillon. Il faut noter que l'application de la nomination des administrateurs en grappe empêche un réel choix de la part des actionnaires qui doivent accepter ou refuser en bloc le renouvellement des administrateurs. Il y a aussi la pratique du renouvellement partiel des administrateurs qui permet en théorie à une coalition en place de toujours maintenir des personnes de la direction en poste. Ce qui empêche la constitution d'une nouvelle majorité prête à changer la direction. Bizarrement cette mesure protectionniste est peu mis en avant dans les recommandations de bonne gouvernance mais cette disposition fait partie de l'index d'enracinement de Bebchuk et ali (2004) comme l'une des mesures les plus puissantes d'enracinement.

Le critère d'absence de convention réglementée est un reflet d'un des bénéfices privés de contrôle que peut s'octroyer la majorité de contrôle. Le Maux (2003) utilise les conventions réglementées comme expression du terme anglo-saxon *« tunneling »*. Il apparaît que le nombre d'entreprises passant des conventions avec leurs administrateurs est de plus en plus important. Ceci conforte l'idée que les changements dans la gouvernance semblent porter leurs fruits, puisque les conventions peuvent servir de mode d'extraction de bénéfices privés. Ces conventions réglementées se présentent aussi dans le cas d'une holding de contrôle à qui est reversée des prestations de services dont ne bénéficie aucun autre actionnaire.

La présence d'un document de référence standardisée n'est pas toujours une revendication des actionnaires en eux-mêmes qui privilégient les prospectives et les versions allégés des comptes. La forme du document de référence de l'AMF est vraiment le format le plus clair et le plus apte aux comparaisons et à l'extraction d'information sur la gouvernance. C'est pourquoi à cause de la grande disparité des pratiques, ce critère a été intégré à cet index de bonne gouvernance. Le respect de ce critère progresse fortement entre 2001et 2003, passant de 9,9% à 26,3% pour retomber un peu en 2004 à 25,3%.

L'absence de possibilité d'augmentation de capital en période d'offre publique est une revendication des tenants de la bonne gouvernance. Cette enveloppe à la disposition des dirigeants est à la fois une mesure protectionniste puisqu'elle augmente instantanément le nombre d'actions qu'un acheteur potentiel devrait acheter en cas d'OPA hostile et une mesure qui se fait au détriment des actionnaires et en particulier des minoritaires qui trouvent leur part diluer s'ils ne souscrivent pas à l'augmentation de capital. Il est aussi important pour l'équité de l'augmentation de capital en général, et non plus seulement en cas d'OPA, que l'augmentation de capital soit assortie d'un délai préférentiel de souscription pour les actionnaires en place. Le respect de ces deux critères est décroissant sur la période.

Pour le critère d'absence d'autorisation d'augmentation de capital en période d'OPA (A_OPA), il diminue de 25,3% à 11,3% sur toute la période. De même pour le critère d'absence d'autorisation d'augmentation de capital sans droit préférentiel de souscription (A_DPS) qui diminue moins fortement passant de 23,9% à 18,3 % après avoir stagné à 19,7% en 2002 et 2003. Les entreprises qui laissent planer le règlement par la discipline des marchés sont peu nombreuses. Le caractère opéable d'une société est une condition forte de discipline d'une direction qui selon la théorie est remplacée par une autre direction plus performante tout cela au bénéfice des actionnaires. C'est le caractère intrinsèquement darwiniste de l'économie de marché qui alors remise en cause.

Le critère d'indépendance des conseils d'administration est sujet à diverses interprétations. Les premières recommandations avant la loi NRE étaient plutôt axées autour d'un tiers des administrateurs libres d'intérêts pour arriver aujourd'hui à des recommandations pour une majorité d'administrateurs indépendants. Mais dans la définition même d'indépendance des administrateurs, il existe une forte disparité entre le degré de sévérité des organismes de recommandations. C'est la raison pour laquelle le critère de présence d'au moins 50% d'administrateurs indépendants a été retenu pour compenser les disparités de définition de l'indépendance. Ce critère progresse fortement entre 2001 et 2003 de 22,5% à 43,7% pour redescendre à 40, 8% mais le progrès reste important sur la période et reste un des critères les plus respectés en fin de période.

Quant au critère de taille du conseil d'administration (Form_csl), il correspond au nombre de personnes entre 7 et 16 administrateurs devant y siéger. Ce critère le plus restrictif est recommandé par le cabinet Proxinvest. Son suivi augmente de 77,5% à 85,9% de 2001 à 2003 pour finalement baisser légèrement en 2004 à 84,5%.

2.2. Descriptifs des résultats de l'activisme

Quant aux résultats concernant l'activisme durant la période étudiée, seuls les faits qui ont fait l'objet d'une couverture médiatique ont été relevés. La publicité est en soi une arme de l'activisme des actionnaires minoritaires même si elle ne garantit pas la réalisation de leurs souhaits. Dans le tableau ci-après est retranscrit le nombre d'opérations ayant pris tel ou telle forme d'activisme.

%	2001	2002	2003	2004
C_antiopa	0	4,22	2,81	0
C_div	0	0	0	1,41
C_Dir	0	0	4,22	2,81
C_rem	0	2,81	4,22	0
C_equite	5,63	2,81	4,22	8,45
C_res	0	1,41	2,81	4,22
Interv_AG	1,41	5,63	10	7,04
Pl_AMF	4,22	1,41	1,41	2,81
Pl_justice	2,81	4,22	7,04	7,04
Dde_AGE	0	1,41	2,81	0

Tableau 8 : Pourcentage d'activisme entre 2001 et 2004

Les variables sont les suivantes :

C-anti opa = contestation mesure anti OPA
C-div = contestation des dividendes
C-dir =contestation des dirigeants
C-rém = contestation des rémunérations
C-éq = contestation de l'équité d'une opération financière concernant les minoritaires
C-rés = contestation sur résultat de l'entreprise
Interv-AG = intervention d'associations de minoritaires en Assemblée
Dde exp = demande d'une expertise de gestion
Dde AGE = demande d'une assemblée générale extraordinaire
Pl-justice = dépôt de plainte en justice
Pl-AMF = dépôt de plainte auprès de l'AMF

2.3. Descriptif des évènements d'activisme

L'activisme actionnarial est avant tout contraint par le contexte juridique et la portée médiatique de ceux qui défendent les intérêts des actionnaires. Des études (Karpoff, 2001, Gillan et Starks, 2007) ont été menées pour essayer de reconnaître quels sont les actes qui produisent le plus d'effet sur la performance des entreprises. Le choix des différentes catégories d'activisme s'est fait à partir de l'extraction même des données lors de la recherche initiale sur les évènements d'activisme actionnarial. L'analyse fait apparaître toutes les actions publiques possibles relayées par la presse. Donc, ces actions ont été soit émises par l'entreprise elle-même, soit par les actionnaires contestataires ou soit par l'investigation des journalistes. Elles représentent la panoplie quasi complète de l'arsenal des minoritaires et des questions qui les préoccupent. Certaines entreprises subissent plusieurs formes de pression parfois sur les mêmes sujets parfois sur des différents au cours de la même année. Cela permet d'établir aussi une échelle du niveau d'activisme comme pour l'échelle du niveau de bonne gouvernance. Certains actionnaires recourent aux plus grands nombres de moyens pour faire part de leurs doléances aux dirigeants. Mais, c'est vraiment lorsqu'il y a un déficit de dialogue entre les actionnaires minoritaires et les entreprises ciblées que le niveau d'activisme augmente. Les actionnaires mécontents cherchent par le relais des médias à sensibiliser plus d'actionnaires minoritaires ou parfois d'institutionnels, voir même le gouvernement pour intercéder en leur faveur. Ce lobbying médiatique est l'un des moyens les plus étudiés dans les études américaines (Nesbitt, 1994, Huson, 1997, Crutchley et ali, 1998, Del Guercio, 1998, English et ali, 2004, Barber, 2006) sur l'effet CalPERS ou sur TIAA-CREFF.

D'après le **tableau 6,** l'activisme actionnarial est en nette croissance de 2001 à 2004 passant de 5,63%, 12,67%, 19,72% puis à 21,12%. Le faible niveau de 2001 confirme le caractère récent de la réalité de l'activisme en France. Même si quelques affaires ou quelques acteurs ont pu occuper les premières pages des journaux économiques, le thème de l'activisme était méconnu et la notion de minoritaires encore rarement citée en France. Il a fallu des scandales retentissants outre-Atlantique et nationaux pour qu'une réelle prise de conscience fasse réagir le législateur. L'inertie de la législation par rapport aux affaires a aboutit à la loi NRE de

2001. Et c'est principalement la raison pour laquelle cette année de référence a été choisie pour cette étude car il y a eu un réel effort d'explication des droits et des pouvoirs de l'actionnaire. Le nombre d'entreprises touchées par de l'activisme a presque quadruplé de 2001 à 2004. De même, il faut noter que l'intensité a aussi augmenté. Non seulement, plus d'entreprises sont touchées mais plus de moyens sont utilisés. Le nombre de critères d'activisme passe de 10 à 31 de 2001 à 2003 pour rester à 24 en 2004.

Evidemment, les assemblées générales sont les lieux d'intervention privilégiée des actionnaires mécontents ou soucieux de leurs placements. Le critère Interv_AG est le critère le plus usité par les actionnaires avec près de 24,39% des évènements d'activisme. De 2001 à 2004, il y a eu une vingtaine d'intervention en AG parfois des plus virulentes à l'encontre des dirigeants de grandes sociétés cotées. Les assemblées ne sont plus de simples chambres d'enregistrement mais peuvent être extrêmement houleuses.

En second recours, les actionnaires vont généralement en justice pour obtenir réparation comme l'avait déjà montré Girard et Le Maux. De même, La Porta à propos des pays à droit écrit avait avancé que les litiges se réglaient le plus souvent devant un tribunal. Pour les associations de minoritaires, le dépôt de plainte est aussi un moyen de publicité de leur cause. Les actions en justice représentent 18,29% du total de l'activisme.

Un autre motif de contestation concerne la contestation de l'équité d'une opération financière en défaveur des minoritaires (C_equite). L'inégalité de traitements des différentes classes d'actionnaires est une des raisons principales de désaccords. Ils n'ont généralement que peu de marges de manœuvres lorsque les choses ne leur conviennent pas, vendre ou accepter leurs nouvelles situations.

Le critère Pl_AMF est le dépôt de plainte auprès de l'autorité des marchés financiers. Il est logique que les actionnaires eussent recours aux services du *« gendarme des marchés »* avec 8,53% des actions menées. Mais il est intéressant de constater le faible niveau de recours à l'AMF par rapport aux tribunaux civils ou pénaux. L'AMF est normalement l'organisme dédié

aux affaires financières mais la réponse semble vraisemblablement insuffisante pour les actionnaires minoritaires.

Le critère C_res représente un mécontentement sur le résultat, c'est-à-dire finalement une critique de la gestion des dirigeants. La faiblesse des résultats fait généralement baisser les cours de l'action donc forcément, il est légitime que les actionnaires soient mécontents. Ce critère représente 7,31% de l'ensemble de l'activisme sur la période.

Trois critères représentent chacun 6,09% de l'ensemble de l'activisme. Mais les critères concernés C_rem, C_Dir et C_antiopa sont des critères qui de toute manière ont un caractère exceptionnel, bien que les questions de rémunérations (C_rem) préoccupent de plus en plus les actionnaires. De même, la révocation de dirigeants (C_Dir) est un fait plutôt rare dans le capitalisme français et les accusations doivent être graves pour susciter la réprobation des actionnaires. Pourtant, il est bien dans les attributions des actionnaires de pouvoir révoquer ad natuum le PDG. Contrairement à ce que peut faire penser le résultat de l'étude, la disparition des mesures anti-OPA (C_anitopa) devrait préoccuper les actionnaires. La littérature a souligné le rôle des mesures protectionnistes pour l'enracinement des dirigeants au détriment des actionnaires. La pratique répandue des autorisations d'augmentation de capital en période d'offre publique est l'objet de toutes les critiques de la part des organismes de gouvernance. Mais il est à noter que nombre d'entreprises ont intégré dans leurs statuts ce type d'autorisations sur des périodes de 26 mois ce qui fait qu'elles ne sont pas soumises aux votes des actionnaires chaque année.

Les demandes d'assemblée générale extraordinaire (Dde_AGE) par les actionnaires sont des faits rarissimes et surtout requièrent un niveau minimum de droit de vote difficile à obtenir. Elle ne représente que 3,65% de l'ensemble de l'activisme. Mais il y a aussi le fait que le temps de réponse à ce type de demande est généralement si lent qu'il vaut mieux attendre l'assemblée qui arrive.

Avec 1,21% de l'ensemble de l'activisme, les questions de dividende (C_Div) sont extrêmement rares. Finalement, le dividende n'est pas un élément de discordance entre

actionnaires et dirigeants. Mais dans la mesure où la politique de dividende des grandes sociétés françaises semble plus guider par des considérations de normes que par des considérations de performance, cela n'est pas si surprenant.

2.4. Historique de la méthodologie

Au départ, la recherche était axée sur l'existence d'un lien de causalité entre activisme et niveau de gouvernance. Il semblait logique de penser que les entreprises qui respectent de nombreux critères de bonne gouvernance traitaient mieux leurs actionnaires minoritaires et par conséquent devaient subir moins de contestations et de mécontentements conduisant à de l'activisme actionnarial. Comme pour les études axées sur la relation entre activisme actionnarial et performance, le lien de causalité est par hypothèse linéaire et négatif. En s'inspirant au départ d'une étude de Bebchuk et ali (2004)[42] sur le lien entre éléments d'enracinement et performance, par la constitution d'un index d'enracinement et la valeur du Q de Tobin ajustée. Un index de bonne gouvernance d'une échelle allant de 1 à 10 a été constitué afin de trouver une corrélation entre le degré d'activisme et les différents niveaux de l'index de gouvernance. Mais après des tests préliminaires, les évènements caractérisant l'activisme actionnarial sont bien trop faibles pour être testés directement ainsi.

Les résultats préliminaires semblaient aussi indiquer une relation linéaire décroissante entre degré de gouvernance et performance mesurée par le ROE comme dans bon nombre d'études. Le modèle est non significatif et cela corrobore les résultats des études antérieures sur le marché américain sur plusieurs périodes (Karpoff et ali 1996, Black, 1998, Gillan et Starks, 2007). Par contre un résultat important s'est dégagé des premiers essais autour du lien entre activisme et niveau de gouvernance, il semble que la relation soit non linéaire[43].

---

[42] Bebchuk et ali (2004) ont constitué un index d'enracinement de 6 critères parmi 24 critères identifiés par l'IRRC (Investor Responsability Research Center), et recherchent des corrélations entre critères et des corrélations entre performances et les différents index.

[43] Cette relation est sur le modèle des études sur la relation entre structure de propriété du capital et endettement (Cf. Latrous, 2004). Dans leur modèle, la relation est en forme de U inversé sur le modèle de la célèbre courbe de Laffer, c'est-à-dire qu'ici, le niveau d'endettement augmente quand la propriété est faiblement concentré au main des dirigeants car ils ne supportent pas le risque de faillite puis, à l'autre extrémité lorsque la propriété est concentré l'endettement diminue car ils supportent les risques de faillites et entre les deux, l'endettement stagne car les dirigeants perçoivent des bénéfices privés de contrôle.

Le degré de gouvernance dans ce cas correspond à l'axe des ordonnés. Les firmes qui respectent peu de critères sont par hypothèse des entreprises verrouillées par leurs dirigeants et donc le niveau d'activisme doit être faible mais croissant. A l'autre extrémité, les firmes qui respectent beaucoup de critères doivent avoir un niveau faible d'activisme car elles traitent mieux leurs actionnaires. Entre les deux, les degrés de gouvernance situés entre 2 et 5 critères sont plus susceptibles d'être ciblés par de l'activisme puisqu'elles sont assez ouvertes à la contestation mais pas assez transparentes envers ses actionnaires. Mais les données ne peuvent permettre de tester directement ce modèle

Le problème étant le choix des données qui sont des variables catégorielles prenant donc 1 ou 0 si l'événement survient ou non. Dans les études précédentes les variables sont continus. Mais de toute façon, les évènements sont bien trop faibles pour essayer de corréler activisme et gouvernance. Il a semblé préférable d'inverser la logique en partant cette fois non pas des critères de gouvernance mais de l'activisme actionnarial. Pour 2001, les résultats sont faibles car il y a peu de firmes qui ont subi de l'activisme mais de 2002 à 2004, l'échantillon est plus important. Donc pour chaque entreprise qui est ciblée par de l'activisme, sera testée l'homogénéité des modèles de gouvernance des firmes données. Et là, les résultats préliminaires semblent plus prometteurs. Il apparaît que les firmes qui ne respectent que 2 à 3 critères de bonne gouvernance sont les plus nombreuses à subir de l'activisme. Aucune entreprise entre 0 et 1 critères de bonne gouvernance ne subit de l'activisme et très peu entre 4 et 10, quoique dans cette tranche se rencontrent Vivendi Universal et Eurotunnel qui sont des cas particuliers. Finalement, trois catégories de gouvernance se distinguent, entre 0 et 2, entre 3 et 5 et entre 6 et 10. Cette distinction permet d'établir une échelle ou plutôt un index de bonne gouvernance.

2.5. Descriptions des principaux outils de la méthodologie retenue :

La constitution d'un index de gouvernance et d'un index de performance permet de rendre comparable un ensemble de sociétés hétérogènes. La répartition des critères de bonnes pratiques dans ces index donne une image de la structure de gouvernance des firmes.

2.5.1. Index de gouvernance :

L'index de gouvernance assigne à chaque firme un point pour chacun des 10 critères de l'index que la firme respecte. Plus l'entreprise détient de critères et plus elle correspond au modèle de bonne gouvernance. Par conséquent, chaque firme va avoir un score entre 0 et 10 chaque année. Les premières observations ont montré qu'aucune firme n'atteignait le total des 10 critères retenus. D'où la nécessité de faire des regroupements, le choix de 3 niveaux d'index a été fait par commodité. L'index g1 correspond aux firmes qui ont entre 0 et 2 critères inclus. L'index g2 correspond à 3 et 5 critères. Et l'index g3 correspond aux firmes de plus de 6 critères.

Cet index de gouvernance peut révéler différents aspects des critères de gouvernance et d'activisme lorsque ces données sont croisées. Ceci permet d'obtenir la répartition des critères de gouvernance par index de gouvernance qui montre par exemple que les critères de DVU, Minf4, Ind_sup50 et Form_Csl sont les critères les plus suivis par les entreprises (Cf. **Tableau 9**).

	Index g1	index g2	index g3
DVU	10,71%	30,86%	88,00%
D_CS	15,48%	33,71%	44,00%
ARS	4,76%	16,57%	52,00%
Minf4	20,24%	58,86%	84,00%
DR	13,10%	21,14%	36,00%
A_CR	5,95%	20,00%	32,00%
A_OPA	2,38%	19,43%	60,00%
A_DPS	3,57%	21,14%	72,00%
Ind_sup50	9,52%	37,14%	88,00%
Form_Csl	65,48%	88,57%	96,00%

Tableau 9 : Répartition des critères de gouvernance en fonction des index de gouvernance

Il est possible de noter qu'aucun critère ne semble vraiment se distinguer dans les index g1 et g2, bien que la forme du conseil rentre dans la norme pour la plupart des sociétés. Mais la faiblesse de certains critères permet à l'inverse de remarquer que dans l'index g1, les critères d'indépendance et de protection anti-OPA sont les moins respectés ce qui corrobore la théorie selon laquelle les firmes les plus protectionnistes sont aussi celles qui intègrent le moins de critères de bonne gouvernance. Ensuite l'index de gouvernance rapporté aux différents critères

d'activisme permet d'illustrer pour chaque type de gouvernance quels sont les critères récurrentes, ceci permet d'établir en quelques sortes un modèle d'activisme (Cf. **tableau 10**).

Critères d'activisme	index g1	index g2	index g3
C_antiopa	3,57%	1,14%	0,00%
C_div	0,00%	0,57%	0,00%
C_Dir	1,19%	1,71%	4,00%
C_rem	1,19%	1,14%	8,00%
C_equite	5,95%	4,00%	12,00%
C_res	2,38%	2,29%	0,00%
Interv_AG	9,52%	4,00%	20,00%
Pl_AMF	2,38%	2,29%	4,00%
Pl_justice	4,76%	3,43%	20,00%
Dde_AGE	0,00%	0,57%	8,00%

Tableau 10 : Répartition des critères d'activisme en fonction des index de gouvernance

Il faut noter que les entreprises de l'index g3 ne connaissent aucune contestation concernant les mesures anti-OPA, le versement de dividendes, ni la faiblesse des résultats. Par contre, le recours à l'intervention en AG par voie écrite ou orale est bien plus important que dans les deux autres index ainsi que la demande d'une assemblée générale extraordinaire. Ceci peut confirmer l'idée que les firmes les mieux dotées en règles de gouvernance laisse plus d'espace de communication à ses actionnaires que les autres.

2.5.2. Index de performance :

L'index de performance correspond au ROE de chaque année. Par rapport aux premières observations, il a été distingué 7 classes d'index de performance.

L'index p1 correspond aux ROE inférieurs ou égal à -15%, il y a 26 entreprises sur la période 2001-2004 qui rentre dans cet index.
L'index p2 correspond aux ROE entre -15% et -5%, regroupe 12 entreprises sur la période.
L'index p3 correspond aux ROE entre -5% et 0%, il regroupe 14 firmes.
L'index p4 correspond aux ROE entre 0% et 5%, il regroupe 27 firmes.
L'index p5 correspond aux ROE entre 5% et 10%, il regroupe 71 firmes.

L'index p6 correspond aux ROE entre 10% et 15%, il regroupe 61 firmes.
Et l'index p7 correspond aux ROE supérieur à 15%, il regroupe 73 firmes.

Sur la période d'observations, la majorité des entreprises ont un coefficient ROE positif, soit 232 firmes observées avec un ROE positif. Mais, il reste que 52 entreprises ont un ROE négatif sur la période.

Toutes les entreprises se trouvant en dessous de l'index p4 sont dans une mauvaise position économique, mais cela ne va pas dire pour autant que les actionnaires agissent lorsque la situation est conjoncturelle ou sectorielle. Le choix des 15% est guidé par l'objectif de rendement que l'on prête généralement au marché et aux actionnaires. Au-delà de l'index p6, les performances des entreprises sont bien perçues par les actionnaires.

2.5.3. Définition du critère de structure de propriété :

Il y a différentes formes de contrôle en fonction de la structure de propriété. La structure de propriété d'une firme est considérée comme concentré lorsqu'il y a au plus 5 actionnaires qui détiennent au moins 33 % du capital ou des droits de vote. Ce choix est basé sur la structure capitalistique française (étude de Bloch et Kremp, 1999) et par les définitions les plus communément utilisées, il correspond au critère Cinf5A=1. Et à l'opposé, Cinf5A=0 indique que le capital n'est pas détenu par des actionnaires de référence. Une entreprise peut être contrôlée sans avoir un capital public important.

Le capital public au sens où il est défini sans les rapports annuels des entreprises, est la part des actionnaires sans obligations de révéler leur identité car ils détiennent moins de 1% du capital. Ce pourcentage étant le seuil généralement exigé par les entreprises dans leur statut. Le critère qui désigne si le capital public est supérieur ou inférieur à 50% est Fsup50. Fsup50=1 lorsque le seuil de 50% est dépassé et Fsup50=0 sinon. Le seuil de 50% des droits de vote permet d'avoir un contrôle quasi absolu de la société. Mais dans les grandes sociétés, le fractionnement du capital ne rend plus nécessaire la détention de sa majorité pour l'exercice du contrôle, notamment grâce aux droits de vote double encore bien répandus en France.

Un contrôle minoritaire peut aussi être exercé lorsqu'une entreprise est contrôlée par des actionnaires de référence et un capital public supérieur à 50%. Et lorsqu'il n'y a ni l'un ni l'autre, cela veut dire que l'entreprise a un capital atomisé et donc que l'entreprise est purement managérial. Mais, cela ne veut pas dire non plus que l'entreprise ne soit pas contrôlée, mais le cas est rare, et la recherche d'un filtrage supplémentaire ne semble pas nécessaire dans le cadre de cette étude.

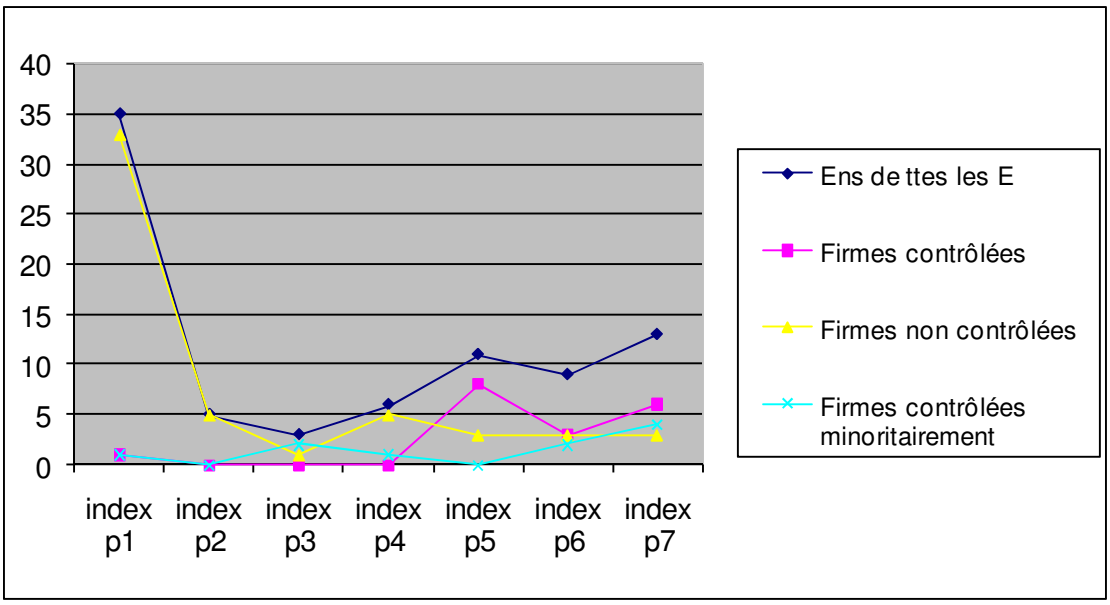
En résumé :
Entreprise contrôlée est égale à Cinf5A=1 et Fsup50=0.
Entreprise non contrôlée est égale à Cinf5A=0 et Fsup50=1.
Entreprise contrôlée minoritairement est égale à Cinf5A=1 et Fsup50=1.

La synthèse des index de gouvernance, de performance et de structure de propriété a permis de mettre à jour deux relations inverses extrêmement prometteuses pour la compréhension de l'activisme des actionnaires minoritaires en France : **tableau 11** et **graphique 2**.

Activisme par rapport à performances	Ensemble de toutes les firmes	Firmes contrôlées	Firmes non contrôlées	Firmes contrôlées minoritairement
Index p1	35	1	33	1
Index p2	5	0	5	0
Index p3	3	0	1	2
Index p4	6	0	5	1
Index p5	11	8	3	0
Index p6	9	3	3	2
Index p7	13	6	3	4

Tableau 11 : Structure de propriété, activisme et performances

La représentation graphique est plus parlante.



Graphique 2 : Relation entre activisme, performance et contrôle

D'après le **graphique 2**, on observe une relation non linéaire entre activisme et performance pour l'ensemble de toutes les entreprises de l'échantillon. Il est logique qu'il y ait plus d'activisme dans les index de performances faibles. Mais le graphique montre aussi que l'intensité de l'activisme remonte à partir de l'index p5 après avoir subi un creux entre l'index p2 et p5. L'existence de cette relation non linéaire semble indiquer qu'un autre facteur peut être à l'origine de cette forme. En testant les différentes formes de structure de propriété, il est apparu que l'intensité de l'activisme actionnarial variait. Toujours d'après le **graphique 2**, on observe que les firmes non contrôlées ont un tracé très proche de la courbe de l'ensemble de firmes. La relation est linéaire dans le cas de firmes non contrôlées. Cette relation confirme les résultats des travaux trouvant une relation négative entre activisme et performance. L'activisme augmente avec le niveau de performance pour les firmes contrôlées et contrôlées minoritairement. La pente des courbes n'est pas aussi élevée que pour les deux relations précédentes. Mais, il est possible de voir une relation linéaire positive entre activisme et performance.

Lorsque le critère du type de contrôle change, le niveau d'intensité de l'activisme varie en fonction du niveau de l'index de performance. Lorsqu'il existe des actionnaires de référence Cinf5A=1, les firmes contrôlées ne subissent pas d'activisme avant les index de performance p5 à

p7. Ceci semble être confirmé par les données qui indiquent que les entreprises de l'index g1 subissent surtout de l'activisme à partir de l'index de performance p5.

Il n'y a pas d'activisme pour les firmes qui ne respectent aucun critère de gouvernance et il n'y a pas non plus d'activisme pour les entreprises qui respectent 8 critères (8 étant le maximum atteint sur les 10 critères). Cependant, ces résultats sont à relativiser en raison du faible nombre d'entreprises respectant le minimum et le maximum de critères de gouvernance.

Par contre lorsque Cinf5A=0, les firmes non contrôlées subissent à l'inverse de l'activisme dans les index de performance inférieurs, c'est-à-dire les index p1 à p5. Ces observations sur les firmes non contrôlées sont à l'opposé de celles des firmes contrôlées.
Le cas des firmes contrôlées minoritairement (Cinf5A=1 et Fsup50=1) semble confirmer les observations faites sur les firmes contrôlées, l'activisme étant surtout présent autour de l'index p6 et p7.

D'après les observations, les entreprises avec un capital concentré subissent un activisme actionnarial d'autant plus intense que les performances sont bonnes. Alors que pour les entreprises sans actionnaires de référence, c'est-à-dire avec une structure de propriété diffuse, l'intensité de l'activisme est d'autant plus importante que les performances des firmes sont faibles. L'index p5 (ROE entre 5 et 10%) semble être un point pivot pour l'activisme actionnarial par rapport au type de contrôle exercé. Cette double relation opposée doit signifier l'existence d'un effet de la structure de propriété sur l'intensité de l'activisme. Le comportement de l'activisme dans les firmes concentrées pourrait être expliqué par le manque de possibilité d'expression pour les minoritaires. Lorsque les performances sont faibles, les actionnaires minoritaires ne peuvent ni s'exprimer ni agir, ou le coût d'une action par rapport au résultat escompté n'incite pas les minoritaires à s'engager dans de l'activisme. Lorsque les performances sont bonnes, il semble que le partage de la création de valeur puisse être à l'origine du mécontentement des actionnaires. Les thèmes de l'activisme pour les firmes contrôlées tournent, généralement à partir de l'index p5, autour d'opérations sur l'équité ou sur la contestation des résultats de la firme qui sont des thèmes de contestation autour justement du partage de la valeur. Dans la mesure où la performance de l'entreprise est bonne, les dirigeants laissent peut être plus de marge de manœuvre aux minoritaires pour les rassurer en période sans risque réel pour les

dirigeants. Alors que lorsque la situation est difficile, les dirigeants verrouillent l'entreprise et empêchent ou préviennent toute tentative de mise en lumière des difficultés.

3. Tests statistiques sur les critères de gouvernance

Aujourd'hui, la plupart des logiciels d'analyse statistique ont rendu les tests statistiques d'un usage extrêmement simple. La technique de calcul a moins d'importance que le choix du modèle adéquat. Les tests de corrélations de Spearman rho[44] entre les différentes variables des critères de gouvernance composant les index de gouvernance sont utilisés dans le cadre de tests non paramétriques. Les variables sont faiblement corrélées mais certaines sont significatives au seuil de 1% et de 5%.

3.1 Corrélations de Spearman pour l'ensemble des firmes de l'échantillon

La recherche de corrélation entre les critères de gouvernance a pour objectif de trouver les liens unissant certains types de critères entre eux. Intuitivement, il apparaît à l'observateur que certains critères sont corrélés par nature, c'est-à-dire que l'adoption de certains critères appartenant à la même catégorie se fait de manière simultanée. A l'inverse, certaines entreprises peuvent renoncer à certaines dispositions statuaires qui sont ciblés par l'activisme actionnarial et mettre en place d'autres mécanismes de protection moins médiatisés pour garder le contrôle effectif.

Parmi les principaux résultats (voir **Annexe 1**), il faut noter l'existence d'un signe de corrélation négatif entre DVU et D_CS (significatif à 5%). Les firmes disposant de droits de vote double sont moins enclines à dissocier les fonctions des organes de direction et de contrôle puisque la première disposition vise à concentrer les pouvoirs alors que la seconde vise à mettre en place un contre pouvoir. Par contre, l'unicité des droits de vote (DVU) est corrélée positivement (au seuil de 1%) à l'existence de comités spécialisés (ARS), d'une durée des mandats inférieure à 4 ans (MINF4) et à un taux d'indépendance des conseils supérieurs à 50%

[44] Coefficient de Spearman rho : C'est un indice statistique compris entre - 1 et +1 qui exprime l'intensité et le sens (positif ou négatif) de la relation monotone (d'ordre) entre deux variables ordinales. La procédure consiste à attribuer à chaque individu (à chaque objet) un rang allant de 1 à n, n étant le nombre d'éléments à classer. On dispose alors de deux classements des mêmes éléments, dont il s'agit de vérifier quel est le degré de concordance.

(Ind_sup50). Des critères qui semblent liés dans leur objectif à l'établissement d'une forme d'indépendance des sources de contrôle. D'ailleurs, cette affirmation est confirmée par la corrélation existante entre ARS et MINF4 (au seuil de 1%). Par contre, il est intéressant de voir qu'il y a une relation négative entre l'existence de comités spécialisés et l'absence de convention réglementée entre la firme et ses dirigeants. En d'autres termes, l'existence de ces comités spécialisés est corrélée à l'existence de conventions réglementées. Ce résultat peut s'analyser de différentes manières mais la plus vraisemblable est que le rôle du comité d'audit est justement de contrôler les conventions existantes entre la société et ses dirigeants, donc il paraît logique de trouver ce résultat.

Le critère de durée des mandats (MINF4) est corrélé positivement à l'indépendance des conseils d'administration (Ind_sup50). Comme, il a été dit précédemment certains critères ont les mêmes objectifs de conformité à la norme édictée par les recommandations de bonnes gouvernances.

En dehors des critères de gouvernance concernant le bon fonctionnement des conseils d'administration et l'assurance de leur rôle de contre pouvoir effectif par rapport au pouvoir discrétionnaire, les actionnaires minoritaires sont aussi concernés par leur égal traitement dans certaines opérations financières de la firme où majoritaire et minoritaire ont des intérêts parfois divergents. L'absence de convention réglementée est corrélée positivement (au seuil de 5%) à l'absence d'autorisation d'augmentation de capital sans DPS. L'absence d'autorisation d'augmentation de capital en période d'OPA est corrélée positivement (au seuil de 1%) à l'absence d'autorisation d'augmentation de capital sans DPS.

3.2. Corrélations de Spearman pour les firmes ciblées par l'activisme

Cette différenciation des analyses de corrélations entre variables de gouvernance a pour objectif de déceler l'existence de modèles de gouvernance plus susceptibles d'être la cible de l'activisme actionnarial. Dans cet échantillon des firmes ciblées durant la période d'étude (voir **Annexe 2**), les corrélations sont assez faibles dans l'ensemble mais sont significatifs au seuil de 1% et de 5% selon les variables.

L'unicité des droits de vote est toujours corrélée positivement (au seuil de 1%) à la présence de comités spécialisés, mais aussi dans cet échantillon à l'absence d'autorisation d'augmentation de capital en période d'OPA (au seuil de 5%) et à l'indépendance des conseils d'administration (au seuil de 1%). Par contre, cette variable DVU est corrélée négativement à la forme du conseil d'administration (au seuil de 5%). En d'autres termes, les conseils qui ne rentrent pas dans les normes de taille recommandées par les critères de bonne gouvernance sont moins enclins à respecter le principe de droit de vote unique.

L'existence de comités spécialisés est corrélée positivement au respect de la durée des mandats et de l'édition d'un document de référence standardisé (au seuil de 1%). La relation entre ces critères peut être perçu comme un signal vers les actionnaires activistes d'un souci nouveau de transparence. Ce critère est aussi corrélé à l'absence d'autorisation d'augmentation de capital en période d'OPA (au seuil de 5%).

Le respect de la durée du mandat n'est seulement corrélé qu'à l'indépendance des conseils d'administration, ce qui confirme les résultats de l'analyse précédente. De même, pour l'absence de conventions réglementées qui est positivement corrélée à l'absence d'autorisation d'augmentation de capital sans DPS (au seuil de 5%). L'absence d'autorisation d'augmentation de capital en période d'OPA étant elle corrélée comme précédemment à l'absence d'autorisation d'augmentation de capital sans DPS (au seuil de 1%).

Enfin, l'indépendance des conseils d'administration est corrélée positivement au respect des normes de taille des conseils (au seuil de 5%) ce qui n'était pas le cas dans l'analyse précédente.

3.3. Corrélations de Spearman pour les firmes non ciblées

Pour les firmes non ciblées (voir **Annexe 3**), la corrélation négative réapparaît entre l'unicité des droits de vote et la séparation des organes de direction (au seuil de 5%). Le critère DVU est corrélé positivement au respect de la durée des mandats et à l'indépendance des conseils d'administration (au seuil de 1%).

Une relation nouvelle se révèle entre l'existence d'une séparation des organes de direction et l'indépendance des conseils d'administration. La corrélation est négative entre les deux variables et significative au seuil de 5%. Sur l'échantillon d'ensemble, le signe négatif se retrouve, mais la relation n'est pas significative. Le signe est positif pour les firmes ciblées par l'activisme, mais là non plus la relation n'est pas significative.
Le respect de la durée du mandat est corrélé positivement avec l'absence de conventions réglementées entre la société et ses dirigeants (au seuil de 5%).
Enfin, l'absence d'autorisation d'augmentation de capital en période d'OPA reste toujours corrélée à l'absence d'autorisation d'augmentation de capital sans DPS.

3.4. Commentaires sur les corrélations des différents échantillons

Il existe des différences entre les structures de gouvernance des firmes ciblées et des firmes non ciblées par l'activisme des actionnaires minoritaires. Certaines relations sont récurrentes dans les trois échantillons. D'autres apparaissent ou disparaissent selon que la firme appartient à l'échantillon des firmes ciblées ou des non ciblées par de l'activisme. Il est intéressant de noter qu'il existe moins de relation de corrélation dans l'échantillon des firmes sans activisme que dans l'échantillon des firmes subissant de l'activisme. Il y a 6 corrélations dans le premier échantillon et 11 corrélations dans le second. L'échantillon contenant l'ensemble des firmes a un nombre de corrélation intermédiaire égal à 9. L'existence de ces corrélations invite le chercheur à se demander s'ils existent des grappes de dispositifs. La différence est importante dans la structure de gouvernance des firmes selon qu'elles ont subies ou non de l'activisme. Cela veut-il dire qu'il est possible de prévoir l'aspect conflictuel d'une société ? Il est trop prématuré pour le dire. L'inversion de certaines relations est aussi un signe poussant la réflexion dans ce sens. Mais l'existence de liens entre certains critères peut signifier le caractère déterminant de certaines dispositions statuaires et que l'adoption de certaines règles de gouvernance a aux yeux de certains dirigeants un réel impact sur leur pouvoir.

Ces premiers résultats confirment l'idée qu'il faut faire une étude plus approfondie des firmes ciblées par l'activisme. C'est la démarche exploratoire de la section II qui va permettre de

comprendre plus en détail les motivations des actionnaires contestataires et les réactions des dirigeants.

II- Analyse détaillée de l'évolution des firmes ciblées durant la période d'analyse

Afin de pouvoir avoir une influence sur les firmes, les actionnaires médiatisent leurs actions afin de rassembler plus de voix. C'est pourquoi les données sur l'activisme se trouvent principalement dans la presse.

1. Démarche de l'analyse exploratoire pour l'identification des sujets de l'activisme

La revue de presse a permis d'identifier les firmes ayant été la cible d'actions menées par des actionnaires minoritaires. L'activisme est une traduction ou plutôt l'expression d'un désaccord, d'un mécontentement voir même d'une défiance à l'égard de l'entreprise ou de ses dirigeants. Une fois les sujets de l'étude déterminés, c'est l'analyse de leur modèle de gouvernance qui révèle les similitudes ou les différences existantes entre les firmes ciblées par l'activisme actionnarial. Les études sur l'activisme actionnarial révèlent que le choix des firmes cibles se fait généralement sur la faiblesse de la performance ou sur la faiblesse du suivi des recommandations en matière de gouvernance. L'évolution de la gouvernance de ces sociétés permet de voir l'importance que peut revêtir l'élaboration de code de gouvernance et leur effet sur le traitement des actionnaires minoritaires.

Durant la période d'analyse entre 2001 et 2004, une trentaine de sociétés de l'échantillon ont été la cible d'au moins un évènement d'activisme de la part d'actionnaire minoritaire. Chaque cas est analysé avec en préambule le profil de chaque société (information collecté sur le site de **www.boursorama.com**). Première remarque, les firmes touchées par l'activisme appartiennent à une grande variété de secteurs d'activité, ce qui valide le choix lors de la sélection des critères de ne pas retenir comme variable explicative ce dernier. Deuxième remarque, l'ensemble des informations qui semblait pertinente à l'étude plus précise de chaque cas d'activisme sont rassemblées (voir **Annexe 4**). Le nombre de critères de gouvernance respectés va permettre de voir si le suivi des règles de bonne de gouvernance se fait ou non indépendamment de l'activisme

actionnarial. Le changement d'index de gouvernance synthétise d'une autre manière l'évolution de la gouvernance par ces sociétés. Les informations sur la structure du contrôle au travers des critères de concentration du capital (Cinf5A) et de taille du capital public (Fsup50) expliquent si la concentration du capital a une influence sur la modification de la structure de gouvernance des firmes. Le total de l'activisme représente d'une certaine manière l'intensité de la contestation par les actionnaires minoritaires puisque normalement plus ils sont mécontents et plus ils utilisent des moyens pour se faire entendre. La performance en termes de rendement de l'action est un facteur déterminant de la contestation, son observation permet de voir si l'activisme suit les performances de la firme. La classe de performance permet de voir de manière synthétique si l'entreprise est toujours dans une position favorable ou défavorable durant la période de l'étude.

2. Tableau de synthèse des évènements d'activisme pour la période 2001-2004

Les données relatives à l'activisme ont été extraites une à une à partir de la base de données Europresse qui regroupe des journaux financiers et économiques :

- Le Monde
- Les Echos
- La Tribune
- L'Expansion
- La Vie Financière

Ces journaux et magazines sont des références et sont largement diffusés dans le milieu des affaires et universitaires. La crédibilité de leur contenu et l'actualisation de leurs informations semblaient approprier à l'élaboration de cette recherche. L'activisme des actionnaires minoritaires constitue par définition un évènement dans la vie d'une entreprise.

Beaucoup d'articles étaient redondant lorsque la contestation des actionnaires minoritaires était médiatisée ou lorsque l'affaire avait un impact économique ou politique important. Le travail de tri était assez fastidieux pour identifier et séparer les évènements d'activisme mais aussi pour juger de leur pertinence. Certains conflits se déroulent aussi sur plusieurs années donc il faut

penser à référencer les différences dans les modes d'expression de l'activisme sur plusieurs années. Le choix des critères de l'activisme est à la fois fondé sur la littérature mais aussi sur l'observation empirique tiré de cette revue de presse. L'absence d'une base de données sur ce type d'évènements donne à cette démarche de construction un caractère arbitraire mais les critères retenus se sont fait selon une procédure établie. La critique ne peut reposer que sur les normes de codification de l'activisme et non sur les résultats obtenus par la suite.

1.	Accor	2003	Intervention de l'ANAF par questions en AG
2.	Air liquide	2004 2001	Lobbying par l'activisme d'un actionnaire financier pour offrir une porte de sortie. Transformation en société à directoire et conseil de surveillance.
3.	Alcatel	2003 2002	Contestation lors d'une AG houleuse sur la question de la rémunération des dirigeants par les petits actionnaires. Intervention Déminor par des questions en AG en représentation du fond d'investissement « Union Investment » et vote contre 2 résolutions proposées par la direction. Emission d'ORA sans annonce préalable aux actionnaires individuels. Cinq plaintes collectives émises par des petits actionnaires aux USA sur la base d'une information erronée dans les prospectus d'introduction en bourse d'Alcatel Optronics. Contestation en AG par petits actionnaires, les résolutions ont été peu soutenues mais votées.
4.	Alstom	2004 2003	Augmentation de capital préjudiciable pour les actionnaires individuels Enquête de l'AMF sur l'émission de fausses informations. Augmentation de capital de 300 millions d'euros avec un fort risque de dilution (divisé par 5). Class action intentées aux USA par des actionnaires minoritaires pour informations erronées. Contestation par Proxinvest d'un plan de refinancement et de renouvellement des équipes d'administrateurs. Dépôt de plainte par l'APPAC pour la diffusion de

			fausses nouvelles.
5.	Altran	2004 2003	L'APPAC et deux investisseurs demandent la démission du PDG. L'APPAC lance une procédure en se portant partie civile. Intervention de l'APPAC en AG pour la mise en œuvre d'une séparation des fonctions de direction et du contrôle.
6.	Business Object	2004	Dépôt de plainte aux USA par des actionnaires minoritaires pour informations insuffisantes. L'ANAF conteste en AG une résolution permettant au conseil d'administration d'émettre des BSA au profit de ses membres.
7.	Carrefour	2004 2002	Non renouvellement du pacte d'actionnaire par des minoritaires de contrôle (historique). Plainte d'un actionnaire minoritaire pour délit d'initié contre Carrefour et BNP Paribas.
8.	Casino Guichard Perrachon	2004 2002	Déminor mandaté par des investisseurs institutionnels. Contestation d'une émission de valeurs avec suppression de DPS. Contestation en AG de la suppression des cadeaux et de mesures anti-OPA.
9.	Ciments Français	2001	Manque de liquidité du titre, extraction de bénéfice par les actionnaires minoritaires.
10.	Club Med	2003	Contestation en AG des résultats de la société.
11.	Dassault Systèmes	2002	Intervention de l'ANAF à cause d'un risque de dilution des actionnaires.
12.	Eiffage	2004	Contestation en AG par actionnaires minoritaires d'autorisation d'émission de capital sans DPS.
13.	Essilor	2003	Rejet d'une résolution. Vote négatif en AG mixte d'une autorisation d'augmentation de capital en période d'OPA.
14.	Eurotunnel	2003	Convocation d'une AG extraordinaire par des actionnaires minoritaires sous l'égide de l'ADACTE et N. Miguet pour révoquer les dirigeants (Victoire devant le Tribunal de Commerce). Tentative de résolution pour la révocation du conseil d'administration par N. Miguet en AG (échec de la tentative). Résolutions dénonçant la stratégie par des gestionnaires de fonds (8 déposées + 24 questions écrites).
15.	France Telecom	2004	Questions en AG par l'ANAF et l'APPAC sur la faiblesse de l'OPE sur Wanadoo et mécontentement des actionnaires minoritaires des

		2003	deux firmes. L'ADAM et des actionnaires individuels ont déposé trois recours devant la cour d'appel de Paris pour faire annuler l'OPR sur Orange. Contestation des jetons de présence par Proxinvest en représentation d'actionnaires minoritaires.
16.	Géophysique	2004	Intervention en AG pour manque de résultats et pertes de la société.
17.	Groupe Danone	2003	Les actionnaires ont renoncé à l'émission de valeurs mobilières en cas d'OPA (pas d'activisme, respect de la bonne gouvernance.
18.	Ingenico	2004	Opposition d'un actionnaire minoritaire face à l'autorisation d'augmentation de capital sans DPS.
19.	Lafarge	2003	Contestation des actionnaires minoritaires en AG.
20.	LVMH	2002	Questions en AG sur les mauvais résultats par des petits porteurs.
21.	Marionnaud	2004	Saisi de l'AMF par l'ADAM et Déminor pour la communication financière. Demande d'un expert comptable par la CFTC dans le cadre du droit d'alerte.
22.	Renault	2002 2001	Intervention de l'ADAM sur le montage juridique Renault-Nissan. Annulation de la pilule empoisonnée de la fondation néerlandaise. Lettre de protestation à la COB par l'ADAM. Demande d'une OPR sur les titres de Renault. Contestation des minoritaires de la firme Dacia, filiale de Renault, sur une augmentation de capital. Action engagée contre Renault auprès du tribunal de Nanterre par le fond NCH Investment Partnership sur la dilution de sa participation.
23.	Rexel	2003	Inquiétude des minoritaires en AG sur risque de dilution.
24.	Rhodia	2004 2003	Questions écrites soumises par l'ADAM. Procédures judiciaires lancés conjointement en France et aux USA par des actionnaires minoritaires. Dépôt de 9 résolutions contre le conseil d'administration par des actionnaires minoritaires dont la révocation des administrateurs Saisi par l'ADAM de la COB des opérations sur titres des banques. Demande de convocation anticipée d'une AG par des actionnaires minoritaires. Plainte portée par des actionnaires minoritaires pour informations trompeuses.

			Contestation du plan de stock option par des minoritaires. Demande de révocation du PDG JP.Tirouflet par actionnaires individuels E. Stern et H. de Lasteyrie soutenus par GBL avec la présentation d'une candidature externe (rejet de la demande à 70% avec le soutien de Proxinvest). Et 20% de contestation des comptes, des commissaires aux comptes, les rachats d'actions et les trois administrateurs présentés. Question écrite de l'ADAM à la direction sur la gestion et sur l'endettement.
		2002	Formation d'une coalition de minoritaires. Contestation en AG du plan de stock option. Action en justice en référé de l'ADAM pour la mise sous séquestre des actions de la firme.
		2001	Refus par les actionnaires salariés d'une OPA sur leur entreprise.
25.	Schneider Electric	2001	L'ADAM a déposé un recours contre la décision du CMF d'avaliser l'OPE sur la parité d'échange des ADP avec Legrand. Lettre de l'ADAM à la COB sur l'information donnée dans la note d'information.
26.	Suez	2004	Intervention des minoritaires (fond de pension) sur la stratégie de l'entreprise.
27.	Thalès	2003	Intervention de l'APAT (association du personnel actionnaire de Thalès) contre le projet de fusion.
28.	Thomson	2004	Contestation en AG sur un acompte de dividende.
29.	Valeo	2002	Refus d'une autorisation d'augmentation de capital en période d'offre par les actionnaires. Refus d'une autorisation d'augmentation de capital pour les salariés.
30.	Vivendi	2004	Centralisation de par trois associations d'actionnaire minoritaire (APPAC, salarié…). Plainte APPAC contre X au tribunal de Paris. Plainte ADISAGV (association des salariés actionnaires).
		2003	Class action aux USA avec l'ADAM (14 en tout). L'APPAC réclame le dépôt de bilan de la société.
		2002	Plainte de l'APPAC avec l'ouverture d'une information judiciaire par le parquet de Paris. Class action aux USA par des actionnaires minoritaires. L'APPAC réclame l'organisation d'une AG. Demande d'expertise par l'ADAM au tribunal de commerce de Paris (référé pour demande de

		2001	nomination d'un expert). Demande par les actionnaires minoritaires d'un rapport spécial sur les risques hors bilan. Contestation des stocks options par l'ADAM Interrogation du fond DWS Invest (un fond allemand) et de l'ADAM, clause d'ajustement des droits de vote.

Tableau 12 : Revue de presse sur l'activisme actionnarial

Les firmes ciblées par au moins un évènement d'activisme sont analysés une par une. Jusqu'à présent, on ne s'était pas intéressé à leur secteur d'activité ou à leurs caractéristiques propres. Mais afin d'affirmer les axes de recherche, chaque sujet de contestation est replacé dans son contexte afin d'observer les modifications apportées par les dirigeants en réaction.

3. Caractéristiques financières et études des cas d'activisme des firmes ciblées de l'échantillon

A partir du croisement des données de la revue de presse qui précède et des éléments de l'**annexe 4** qui sont tirés de celles recueillies dans les rapports annuels des firmes de l'échantillon, il est effectué une étude de cas exploratoire afin d'élaborer des profils des sociétés ayant subis de l'activisme.

Cas de ACCOR

Nombre de titres	: 224 783 658
Capitalisation boursière	: 15 489.84 M€
Secteur d'activité	: Hôtels
Indice principal	: CAC AllShares
Marché	: Eurolist compartiment A
Place de cotation	: Euronext Paris (France)
Eligibilité PEA / SRD	: Oui / Oui
Dernier coupon	: 2.95 EUR (le 16/05/2007)

Actionnariat / dirigeants

1. Caisse des Dépôts et	8.60 %
2. ColTime	5.99 %
3. Franklin Resources	4.98 %
4. Capital Group Intern	4.90 %
5. Société Générale	4.82 %
6. Capital Research and	4.68 %
7. Fondateurs	3.31 %
8. Autocontrôle	0.71 %
9. BNP Paribas	0.57 %

Président :
Monsieur Serge Weinberg

Directeur Général :
Monsieur Gilles Pélisson

Activité de la société

Accor est le 1er groupe hôtelier européen. Le CA par activité se répartit comme suit :
- hôtellerie (71,8%) : exploitation, à fin 2006, de 4 121 hôtels (486 512 chambres) répartis entre hôtels haut et milieu de gamme (54,6% du CA ; 1 389 hôtels ; enseignes Sofitel, Mercure, Novotel et Suitehotel) et

économiques (45,4% ; 2 732 ; Etap, Ibis, Formule 1, Red Roof Inn et Motel 6) ;
- prestations de services aux entreprises (10% ; Accor Services) : émission de titres de services.

Site Web de la société : http://www.accor.com

Prévisions des analystes

	2006	2007	2008
BNA	2.23	2.58	3.00
Dividende	1.45	1.60	1.75
Rendement	2.09 %	2.31 %	2.53 %
PER	31.06	26.83	23.09

Chiffres clés / données financières

Compte de résultat

Milliers EUR	12.02	12.03	12.04	12.05	12.06
Chiffre d'affaires	7 071 000	6 774 000	7 013 000	7 562 000	7 533 000
Produits des activités ordinaires	7 139 000	6 828 000	7 064 000	7 622 000	7 607 000
Résultat opérationnel	755 000	603 000	507 000	602 000	773 000
Coût de l'endettement financier net	0	0	-123 000	-135 000	-98 000
Quote-part résultats des Sociétés Mises en Equivalence	14 000	-6 000	2 000	8 000	11 000
RN des activités abandonnées	-17 000	-56 000	0	0	104 000
Résultat net	452 000	304 000	256 000	364 000	534 000
Résultat net (part du groupe)	430 000	270 000	233 000	333 000	501 000

D'après les rapports annuels d'ACCOR, cette société appartient à l'index de gouvernance 2. Elle respecte principalement trois critères de gouvernance, la séparation en directoire et conseil de surveillance (D_CS), le taux d'indépendance du conseil de surveillance qui est supérieur à 50% (Ind_sup50) et le respect des normes de taille du conseil (Form_Csl). Le capital de cette société est atomisé puisque le flottant est supérieur à 50%. Les performances de cette firme bien que positives ont une tendance baissière durant la période 2001-2004. Elle ne subit qu'une seule action de contestation en 2003 par l'ANAF au cours d'une intervention en AG par ses représentants.

Le nombre de critères de gouvernance augmente en 2004 après cet acte d'activisme sans avoir amélioré les performances tant en terme de ROA que de ROE. Le critère de gouvernance rajouté est Minf4, le critère de durée du mandat d'administrateurs qui a été ramené de 6 à 4 ans, c'est-à-dire dans le respect des recommandations en matière de bonne gouvernance. D'après les données fournies par la suite, les résultats nets de 2005 et 2006 s'améliorent par rapport à ceux de la période d'étude, mais en même temps, il est possible d'observer une baisse du chiffre d'affaire. L'augmentation du nombre de critères respectés n'a pas un impact déterminant sur les performances de la société même après la période de l'échantillon.

Cas d'Air Liquide

Nombre de titres	: 120 771 828
Capitalisation boursière	: 21 577.09 M€
Secteur d'activité	: Chimie de base
Indice principal	: CAC AllShares
Marché	: Eurolist compartiment A
Place de cotation	: Euronext Paris (France)
Eligibilité PEA / SRD	: Oui / Oui
Dernier coupon	: 4.00 EUR (le 15/05/2007)

Actionnariat / dirigeants

1. Actionnaires Individuels	38.10 %
2. Investisseurs instit	36.50 %
3. Investisseurs Instit	24.90 %
4. Autocontrôle	0.50 %

Président Directeur Général :
Monsieur Benoît Potier

Directeur Général Délégué :
Monsieur Jean-Claude Buono
Monsieur Klaus-Jürgen Schmieder

Activité de la société

Air Liquide figure parmi les leaders mondiaux de la production de gaz industriels et médicaux. Le CA par famille de produits et services se répartit comme suit :
- gaz industriels et médicaux (87,9%) : oxygène, azote, hydrogène, gaz de synthèse. En outre, le groupe fournit des équipements et des services de contrôle des systèmes de fluides, de gestion des gaz et des liquides chimiques, des services de soins à domicile et d'hygiène hospitalière et des équipements de salles d'opération.

Site Web de la société : http://www.airliquide.com

Prévisions des analystes

	2006	2007	2008
BNA	8.33	9.32	10.56
Dividende	4.00	4.40	4.80
Rendement	2.25 %	2.47 %	2.70 %
PER	21.38	19.10	16.86

Chiffres clés / données financières

Compte de résultat

milliers EUR	12.02	12.03	12.04	12.05	12.06
Chiffre d'affaires	7 900 400	8 393 600	9 428 400	10 434 800	10 948 700
Produits des activités ordinaires	8 218 600	8 714 600	9 428 400	10 434 800	10 948 700
Résultat opérationnel	1 161 600	1 196 000	1 224 100	1 472 800	1 661 800
Coût de l'endettement financier net	0	0	-149 300	-163 100	-155 400
Quote-part résultats des Sociétés Mises en Equivalence	56 000	49 500	36 500	36 500	27 700
RN des activités abandonnées	-49 600	-50 400	32 300	80 600	0
Résultat net	750 600	781 800	844 400	1 007 000	1 072 100
Résultat net (part du groupe)	703 200	725 600	780 100	933 400	1 002 300

La société Air Liquide est considérée comme un exemple de bonne gouvernance par la presse financière. Elle semble avoir une structure de capital particulière puisqu'à partir de 2002, elle ne semble ni contrôlée minoritairement ni atomistique dans le sens où son flottant n'est plus supérieur à 50%. Les principaux critères de gouvernance sont le respect du DVU, D_CS, A_DPS, Ind_sup50 et Form_Csl. Le cas d'activisme est surtout dû ici au lobbying d'un actionnaire financier qui conteste l'équité d'une transaction. Cet activisme n'apparaît qu'en 2004 et semble

être un cas isolé. Au niveau de la performance, le ROE est en hausse alors que le ROA diminue un peu mais cette société reste durant toute la période dans une classe de performance élevée (index p6). Au niveau de la structure de gouvernance, elle appartient tout au long de la période à l'index de gouvernance g3. Mais, le nombre de critères de gouvernance respecté diminue en 2004. En 2001, le critère Minf4 n'était pas respecté mais la durée de ce mandat rentre dans la norme de 2002 à 2004. A l'inverse, l'absence de convention réglementée était respectée en 2001 mais ne l'est plus les années suivantes, de même pour le critère A_OPA qui disparaît à partir de 2003. Un document de référence est édité en 2003 mais plus en 2004. Les données postérieures à l'échantillon d'étude indiquent que les différents indicateurs financiers et économiques restent dans le vert en 2005 et 2006. Cette société semble être dans un cercle vertueux et la bonne gouvernance va de pair avec la bonne performance.

Cas d'Alcatel

Nombre de titres	: 2 309 679 141
Capitalisation boursière	: 24 043.76 M€
Secteur d'activité	: Équipements de télécommunication
Indice principal	: CAC AllShares
Marché	: Eurolist compartiment A
Place de cotation	: Euronext Paris (France)
Eligibilité PEA / SRD	: Oui / Oui
Dernier coupon	: 0.16 EUR (le 11/09/2006)

Actionnariat / dirigeants

1. Brandes Investment P	10.00 %
2. FMR Corp and Fidelit	4.74 %
3. Crédit Agricole Asse	2.74 %
4. Caisse des Dépôts et	2.08 %
5. Autocontrôle	1.45 %
6. FCP des salariés du	1.23 %
7. Société Générale	0.24 %

Directrice Générale :
Madame Patricia F. Russo

Président du Conseil d'Administration :
Monsieur Serge Tchuruk

Activité de la société

Alcatel-Lucent fournit des solutions permettant aux fournisseurs de services, aux entreprises et aux gouvernements du monde entier d'offrir des services de communications voix, données et vidéo à leurs clients. Fort de sa position de leader dans les réseaux haut débits fixes, mobiles et convergés, les technologies IP, les applications et les services, Alcatel-Lucent développent des solutions complètes qui rendent possibles des services de communications innovants pour les utilisateurs.

Site Web de la société : http://www.alcatel-lucent.com

Prévisions des analystes

	2006	2007	2008
BNA	0.51	0.35	0.67
Dividende	0.16	0.16	0.18
Rendement	1.59 %	1.59 %	1.79 %
PER	19.73	29.03	15.12

Chiffres clés / données financières

Compte de résultat

milliers EUR	12.01	12.02	12.03	12.04	12.05
Chiffre d'affaires	25 353 000	16 547 000	12 513 000	12 244 000	13 135 000
Produits des activités ordinaires	25 353 000	16 547 000	12 513 000	12 374 000	13 236 000
Résultat opérationnel	-361 000	-727 000	332 000	707 000	1 139 000
Coût de l'endettement financier net	0	0	0	-121 000	-96 000
Quote-part résultats des Sociétés Mises en Equivalence	-16 000	-107 000	-113 000	-61 000	-14 000
RN des activités abandonnées	-4 274 000	-2 893 000	-1 772 000	142 000	-13 000
Résultat net	-4 958 000	-4 727 000	-1 924 000	645 000	971 000
Résultat net (part du groupe)	-4 963 000	-4 745 000	-1 944 000	576 000	930 000

Sur la période étudiée, Alcatel n'avait pas encore fusionné avec Lucent. La société était donc considérée comme une entité individuelle. Cette société a été l'une des plus touchée par l'éclatement de la bulle Internet. Le renversement de tendance a été assez brutal pour la direction qui a eu du mal à rassurer les investisseurs. Les tensions sociales au sein de l'entreprise ont fortement médiatisé les difficultés rencontrées par la société. La société Alcatel appartient à l'index de gouvernance g2 avec le respect de 3 critères de gouvernance entre 2001 et 2004. Les critères de gouvernance principalement respectés sont Minf4, Ind_sup50 et Form_Csl. Et bien que cette société soit la cible d'une importante contestation de la part des actionnaires minoritaires, le nombre de critères de gouvernance qu'elle respecte ne varie pas globalement et par conséquent son index de gouvernance non plus. Les performances en terme de ROE et ROA sont nettement négatives jusqu'en 2003, elle reste dans la classe de performance p1 de 2001 à 2003. Elle passe directement en classe p5 en 2004. L'activisme est particulièrement virulent dans cette firme, surtout en 2003, avec une vive contestation des dirigeants à la fois par des interventions en AG et au dépôt de plainte collective aux USA sur les années 2002 et 2003. L'abandon de la structure duale de direction est antérieur à l'activisme actionnarial, par contre le taux d'indépendance du conseil d'administration respecte les normes de gouvernance à partir de 2002 jusqu'en 2004. Dans le cas d'Alcatel, l'activisme ne semble pas avoir eu d'influence déterminante sur la structure de gouvernance, par contre les résultats en termes de performance sont plus significatifs. L'effet de la gouvernance ou de l'activisme n'est pas clairement identifiable dans le cas d'Alcatel. Le cas étant particulièrement riche en évènement de contestation de la part des actionnaires, il n'est pas évident par observation directe de déterminer quels sont les facteurs déterminants d'amélioration des résultats.

Cas d'Alstom

Nombre de titres	: 138 617 201
Capitalisation boursière	: 16 416.44 M€
Secteur d'activité	: Outillage industriel
Indice principal	: CAC AllShares
Marché	: Eurolist compartiment A
Place de cotation	: Euronext Paris (France)
Eligibilité PEA / SRD	: Oui / Oui
Dernier coupon	: ND

Actionnariat / dirigeants

1. Bouygues	25.07 %
2. Salariés	0.89 %

Président Directeur Général :
Monsieur Patrick Kron

Finances :
Monsieur Henri Poupart-Lafarge

Prévisions des analystes

	2006	2007	2008
BNA	3.70	5.21	6.48
Dividende	0.80	1.20	1.60
Rendement	0.68 %	1.02 %	1.36 %
PER	31.94	22.68	18.22

Activité de la société

Alstom figure parmi les principaux fabricants mondiaux d'infrastructures destinées aux secteurs de l'énergie et du transport. Le CA par famille de produits et de services se répartit comme suit :
- équipements et services de production d'énergie (59,1%) : équipements (64% du CA ; centrales clés en main, turbines, alternateurs, chaudières, systèmes de réduction des émissions des centrales électriques), services énergétiques (36% ; fourniture de pièces détachées, conseil, support technique.

Site Web de la société : http://www.alstom.com

Chiffres clés / données financières

Compte de résultat

milliers EUR	03.03	03.04	03.04	03.05	03.06
Chiffre d'affaires	21 351 000	16 688 000	16 688 000	13 662 000	13 413 000
Coût des ventes	0	14 304 000	0	11 601 000	11 080 000
Frais de personnel	4 969 000	4 140 000	4 140 000	3 473 000	3 615 000
Résultat opérationnel	0	224 000	0	483 000	727 000
Impôts	-263 000	251 000	251 000	203 000	125 000
Résultat net	-1 417 000	-1 838 000	-1 838 000	-864 000	181 000
RN part du groupe	-1 432 000	-1 836 000	-1 836 000	-865 000	178 000

Le cas de la société Alstom a été assez largement médiatisé à cause de son caractère stratégique dans la politique énergétique de la France. Le secteur de l'énergie reste malgré la déréglementation du marché européen un secteur sensible pour les gouvernements. Les pertes enregistrées sont importantes durant la période mais aussi au-delà bien que le résultat net s'améliore en 2006.

La structure de gouvernance d'Alstom varie au cours de la période d'étude. L'index de gouvernance varie, il correspond à l'index g2 en 2001 et 2002, puis passe à l'index g3 en 2003 pour revenir à g2 en 2004. Le nombre de critères de gouvernance respecté est plutôt à la hausse passant de 4 à 6 en 2003 pour redescendre à 5 en 2004. Les critères de gouvernance principalement respectés sont DVU, Minf4, A_CR, Ind_sup50 et Form_Csl.

Alstom est une société dont le capital est atomisé. Ses performances en termes de ROE et de ROA se sont grandement dégradées tout au long de la période. L'entreprise passe de l'index de performance p5 à p2 puis p1 en 2003 et 2004. L'intensité de l'activisme est importante entre 2003 et 2004, les actionnaires minoritaires signifient leur mécontentement en AG et votent même contre des résolutions proposées par la direction. De nombreuses plaintes sont déposées et les moyens de la contestation sont variés. L'AMF va même jusqu'à mener une enquête sur l'émission de fausses informations en 2004. De même en 2003, une « class action » est menée aux Etats-Unis par des actionnaires minoritaires. En France, le cabinet Proxinvest a contesté un plan de refinancement et de renouvellement des équipes d'administrateurs. Alors que l'APPAC a déposé une plainte pour la diffusion de fausses nouvelles.

Le respect du critère Minf4 apparaît en 2002. Il se fait antérieurement à l'activisme en 2002, mais en même temps que le début de la dégradation de la performance. La disposition permettant aux actionnaires d'obtenir un délai préférentiel de souscription en cas d'augmentation de capital (A_DPS) apparaît en 2003 pour disparaître en 2004. Il faut noter qu'une partie importante de l'activisme concerne justement les augmentations de capital avec de forts risques de dilution d'après les actionnaires contestataires. De même, le critère Ind_sup50 n'est plus respecté en 2002 alors qu'il l'est les autres années. La contestation est très forte de la part des actionnaires mécontents, la direction semble avoir eu du mal à profiler la structure de gouvernance de la société à la fois pour répondre mais aussi pour anticiper les attentes des actionnaires de la firme. Finalement, l'observation directe ne permet pas de déterminer les facteurs importants.

Cas Altran

Nombre de titres	: 117 316 237
Capitalisation boursière	: 815.35 M€
Secteur d'activité	: Services d'appui professionnels
Indice principal	: CAC AllShares
Marché	: Eurolist compartiment A
Place de cotation	: Euronext Paris (France)
Eligibilité PEA / SRD	: Oui / Oui
Dernier coupon	: ND

Actionnariat / dirigeants

1. Alexis Kniazeff	9.24 %
2. Hubert Martigny	9.24 %
3. Axa Investment Manag	5.11 %
4. Classic Fund Managem	5.04 %
5. Financière de l'Echi	5.01 %
6. FMR Corp and Fidelit	4.45 %

Président du Directoire :
Monsieur Yves de Chaisemartin

Membre du Directoire :
Monsieur Eric Albrand

Activité de la société

Altran Technologies est le 1er groupe européen de conseil et d'ingénierie en innovation technologique. Le groupe couvre toutes les phases du cycle de vie d'un projet, de sa définition (veille technologique, études de faisabilité technique, définition des stratégies, etc.) à sa concrétisation (conception, mise en oeuvre et validation de solutions, etc.). Le CA par domaine d'activité se répartit comme suit :
- conseil en technologie, et en recherche & développement (47,3%).

Site Web de la société : http://www.altran.net

Prévisions des analystes

	2006	2007	2008
BNA	0.27	0.37	0.55
Dividende	0.00	0.00	0.00
Rendement	0.00 %	0.00 %	0.00 %
PER	26.19	18.72	12.57

Chiffres clés / données financières

Compte de résultat

milliers EUR	12.01	12.02	12.03	12.04	12.05
Chiffre d'affaires	1 278 608	1 372 862	1 337 761	1 418 689	1 434 473
Achats consommés	6 663	8 763	8 436	16 049	13 121
Frais de personnel	771 811	957 052	982 852	991 906	991 469
Résultat d'exploit.	233 604	67 373	14 678	58 871	55 287
Impôts	75 135	55 949	10 338	29 730	6 166
Résultat net	121 014	-109 370	-92 496	-1 200	214
RN part du groupe	120 837	-109 344	-92 042	-2 126	197

La société Altran est une société contrôlée minoritairement. Au vu de ses performances en termes de ROE et de ROA, sa situation est mauvaise. Même, s'il est possible de noter une amélioration, ses performances restent négatives et passent de la classe p7 à p1 pour finir à p3 sur la période. Cependant, bien que la situation se dégrade dès 2002, la contestation provenant principalement de l'APPAC n'intervient qu'à partir de 2003. Ce sont surtout des questions de gouvernance qui sont soulevés. Les actionnaires minoritaires sont en conflits avec les dirigeants et remettent en cause le mode de direction. L'activisme suit différentes étapes en passant par

l'intervention directe en AG au dépôt de plainte par l'APPAC. L'APPAC suivie de deux autres investisseurs réclament la démission du PDG.

Aucune structure de gouvernance ne ressort visiblement par rapport au respect des critères de gouvernance. Altran n'en respecte même aucun en 2001 et un seul en 2002, ce critère est l'absence de convention réglementée (A_CR) qu'elle ne respecte plus en 2003 puis respecte à nouveau en 2004. Mais la structure de gouvernance évolue, son passage de l'index de gouvernance g1 à g2 correspond à la période d'intervention de l'APPAC. Il est possible d'obtenir des documents de référence. La société finit aussi par adopter la structure duale et rentre dans les critères de taille du conseil de surveillance en 2003, mais ce dernier n'est plus respecté en 2004. Par contre en 2004, les critères Minf4 et Ind_sup50 sont tous respectés. L'adoption de ces deux critères sont des réponses directes par rapport à l'objet de l'activisme durant cette période, c'est-à-dire que la société a cherché à répondre aux attentes des actionnaires minoritaires en introduisant ces critères censés améliorer l'indépendance des décisions et diminuer l'enracinement des administrateurs. D'ailleurs, comme il a été souligné les performances remontent en 2004. L'activisme a eu un impact direct observable aussi sur la gouvernance que la performance dans le cas d'Altran.

Cas Business Object

Nombre de titres	: 98 038 856
Capitalisation boursière	: 2 954.89 M€
Secteur d'activité	: Logiciels
Indice principal	: CAC AllShares
Marché	: Eurolist compartiment A
Place de cotation	: Euronext Paris (France)
Eligibilité PEA / SRD	: Oui / Oui
Dernier coupon	: ND

Activité de la société

Business Objects est le n° 1 mondial du développement et de la commercialisation de logiciels d'aide à la décision destinés essentiellement aux secteurs public, de la banque, de l'assurance, de la santé, et des télécommunications. Le CA par activité se répartit comme suit :
- prestations de services (55,3%) : notamment prestations de support après-vente, de maintenance des logiciels, de formation et de conseil.

Actionnariat / dirigeants	
1. David Roux	16.51 %
2. FMR Corp and Fidelit	11.01 %
3. Autocontrôle	6.66 %
4. DWS Investment	5.35 %
5. MFS Company	4.92 %
6. Tudor Investment Cor	4.73 %
7. Deutsche Bank	4.53 %
8. Morgan Stanley &	3.78 %
9. Bernard Liautaud	1.07 %
10. UBS	0.71 %

Président :
Monsieur Bernard Liautaud

Directeur Général :
Monsieur John Schwarz

- vente de licences (44,7%) : plates-formes de solutions d'aide à la prise de décision.

Site Web de la société : http://www.businessobjects.com

Prévisions des analystes

	2006	2007	2008
BNA	1.24	1.46	1.65
Dividende	0.00	0.00	0.00
Rendement	0.00 %	0.00 %	0.00 %
PER	23.76	20.18	17.87

Chiffres clés / données financières

Compte de résultat

milliers EUR	12.01	12.02	12.03	12.04	12.05
Chiffre d'affaires	464 947	484 810	497 596	744 746	865 389
Achats consommés	0	0	0	0	0
Frais de personnel	0	0	269 000	387 000	459 331
Résultat d'exploit.	74 971	52 039	37 422	68 447	88 809
Impôts	31 346	23 813	29 606	23 172	33 287
Résultat net	50 544	37 306	-3 073	-127 703	64 801
RN part du groupe	50 544	37 306	-3 073	-127 703	64 801

La société Business Object est une société dont le capital est atomisé. Son flottant est supérieur à 50%. Elle rentre dans la catégorie des firmes managériales. Sa structure de gouvernance évolue dans le temps passant de l'index de gouvernance g2 en 2001 et 2002 à g3 en 2003 et 2004. Les critères de gouvernance principalement respectés sur la période sont DVU, Minf4 et Ind_sup50. Business Object subit deux actes d'activisme en 2004 mais qui vont jusqu'à la déposition d'une plainte en justice. Les sujets de discordance concernent l'émission d'informations et le manque d'équité d'une émission de BSA réservée uniquement aux membres du conseil d'administration. Les changements dans sa structure de gouvernance semblent plus correspondre à la période de baisse de la performance que de l'activisme. Les ROE et ROA deviennent négatifs à partir de 2003 même si le mouvement de baisse est antérieur. Les index de performances descendent de 2001 à 2004 respectivement de p7 à p6 puis de p3 à p2. Alors qu'à l'inverse, son index de gouvernance passe de g2 à g3. Les critères ARS, DR et Form_Csl viennent renforcer la structure de gouvernance en 2003 en même temps que les indicateurs de performances deviennent négatifs pour les actionnaires. Cependant, cela ne semble pas enrayer le mouvement de baisse l'année suivante en 2004. En 2005, le résultat net redevient positif pour revenir au niveau de 2001. Aucun dividende n'est prévu pour les périodes 2006-2008 dans cette société avec un rendement par action nul et des PER prévisionnels en baisse. Les réponses

apportées par les dirigeants en terme de structure de gouvernance ne semble pas satisfaire ni les analystes financiers ni les actionnaires.

Cas Carrefour

Nombre de titres	: 704 902 716
Capitalisation boursière	: 37 994.26 M€
Secteur d'activité	: Détaillants et grossistes - Alimentation
Indice principal	: CAC AllShares
Marché	: Eurolist compartiment A
Place de cotation	: Euronext Paris (France)
Eligibilité PEA / SRD	: Oui / Oui
Dernier coupon	: 1.03 EUR (le 04/05/2007)

Actionnariat / dirigeants

1. Halley	13.03 %
2. Blue Capital	9.09 %
3. Salariés	1.41 %
4. Axon Capital	0.74 %
5. Autocontrôle	0.14 %

Président du Directoire :
Monsieur José Luis Duran

Membre du Directoire :
Monsieur Jacques Beauchet
Monsieur Javier Campo
Monsieur José Maria Folache
Monsieur Guy Yraeta

Activité de la société

Carrefour est le n° 1 européen et le n° 2 mondial de la grande distribution. Le CA par type de magasins se répartit comme suit :
- hypermarchés (58,9%) : détention, à fin 2006, de 1 040 magasins (dont 77 franchisés) sous l'enseigne Carrefour ;
- supermarchés (17,4%) : détention de 2 425 magasins (dont 946 franchisés) sous les enseignes Champion, Norte, GS, GB, Globi et Gima ;
- magasins maxidiscomptes (9,1%) : détention de 5 798 magasins (dont 1 224 franchisés).

Site Web de la société : http://www.carrefour.com

Prévisions des analystes

	2006	2007	2008
BNA	2.62	2.77	3.02
Dividende	1.03	1.10	1.20
Rendement	1.89 %	2.02 %	2.20 %
PER	20.79	19.68	18.00

Chiffres clés / données financières

Compte de résultat

milliers EUR	12.02	12.03	12.04	12.05	12.06
Chiffre d'affaires	68 729 000	70 486 000	70 284 000	74 497 000	77 901 000
Produits des activités ordinaires	69 276 000	70 980 000	71 281 000	75 508 000	78 944 000
Résultat opérationnel	3 025 000	3 251 000	3 107 000	3 154 000	3 274 000
Coût de l'endettement financier net	0	0	-396 000	-396 000	-424 000
Quote part resultats des Sociétés Mises en Equivalence	107 000	107 000	41 000	51 000	36 000
RN des activités abandonnées	-330 000	-311 000	-144 000	-374 000	412 000
Résultat net	1 539 000	1 738 000	1 745 000	1 582 000	2 432 000
Résultat net (part du groupe)	1 374 000	1 629 000	1 591 000	1 436 000	2 269 000

La société Carrefour est une société qui appartient au secteur de la grande distribution. C'est une firme dont la structure de contrôle varie un peu durant la période mais il est possible de

dire qu'elle est avant tout une firme contrôlée (Cinf5A). La nature de son contrôle est principalement managériale. Tout au long de la période, elle appartient sans discontinuité à l'index de gouvernance g2. Sa structure de gouvernance est surtout caractérisée par le respect des critères A_CR, A_DPS et Form_Csl. Elle respecte entre 2001 et 2003 trois critères de gouvernance pour finir par en respecter cinq en 2004. Ce sont les critères Minf4 et DR qui s'ajoutent aux trois critères principaux énoncés. Il est intéressant de noter que le premier acte d'activisme d'un actionnaire minoritaire apparaît en 2002 par le dépôt d'une plainte pour délit d'initiés. Cette même année, le critère A_OPA disparaît et à l'inverse le critère A_CR est respecté, ce dernier critère étant souvent considéré comme des transactions internes entre la société et ses administrateurs.

En 2004, le non renouvellement d'un pacte d'actionnaire entre des actionnaires minoritaires de contrôle ne peut être considéré tout à fait comme de l'activisme mais c'est tout de même un signal fort pour l'ensemble de l'actionnariat de la firme. Cette même année, les critères Minf4 et DR sont respectés, théoriquement ces critères ont un caractère informatif sur la volonté de transparence de Carrefour. Cependant, bien que la société reste tout au long de la période dans l'index de performance p7, son ROE et son ROA diminuent un peu en 2004 après avoir connu un pic en 2003 mais au vu des chiffres, les actionnaires minoritaires ne sont pas en difficulté financièrement. L'évolution de la gouvernance serait plus la résultante de l'activisme que des performances boursières.

Cas de Casino Guichard Perrachon

Nombre de titres	: 96 798 396
Capitalisation boursière	: 7 606.42 M€
Secteur d'activité	: Détaillants et grossistes - Alimentation
Indice principal	: CAC AllShares
Marché	: Eurolist compartiment A
Place de cotation	: Euronext Paris (France)
Eligibilité PEA / SRD	: Oui / Oui
Dernier coupon	: 2.08 EUR (le 09/06/2006)

Actionnariat / dirigeants

1. Rallye	47.34 %
2. Salariés	2.33 %
3. Guichard	2.08 %
4. Groupe CNP	1.94 %
5. Galeries Lafayette	1.83 %
6. Autocontrôle	0.21 %

Président Directeur Général :
Monsieur Jean-Charles Naouri

Directeur Général Adjoint :
Monsieur Jacques-Edouard Charret
Monsieur Jacques Tierny

Activité de la société

Casino Guichard-Perrachon figure parmi les 1ers groupes français de distribution alimentaire. Le CA par activité se répartit comme suit :
- distribution en France (74,8%). Le CA par enseignes se ventile entre

Géant (36,4% du CA ; 126 hypermarchés à fin 2005), Franprix-Leader Price (23,5% ; 1 043, dont 622 supermarchés Franprix et 421 discount Leader Price), Casino (16,8% ; 360 supermarchés), Monoprix (9,6% ; 303) et autres (9% ; 5 051 supérettes ; enseignes Petit Casino, Spar, Vival.

Site Web de la société : http://www.groupe-casino.fr

Prévisions des analystes

	2006	2007	2008
BNA	4.27	4.60	4.93
Dividende	2.15	2.25	2.34
Rendement	2.75 %	2.89 %	3.00 %
PER	18.31	16.99	15.84

Chiffres clés / données financières

Compte de résultat

milliers EUR	12.02	12.03	12.04	12.05	12.06
Chiffre d'affaires	22 857 400	22 982 900	21 186 000	22 806 000	22 505 000
Produits des activités ordinaires	23 059 700	23 203 100	21 394 000	23 051 000	22 761 000
Résultat opérationnel	966 000	1 064 700	1 167 000	740 000	1 011 000
Coût de l'endettement financier net	0	0	-187 000	-222 000	-193 000
Quote-part résultats des Sociétés Mises en Equivalence	43 900	54 400	32 000	14 000	7 000
RN des activités abandonnées	-34 400	-72 700	0	0	175 000
Résultat net	522 100	561 900	649 000	435 000	726 000
Résultat net (part du groupe)	445 200	492 300	547 000	344 000	600 000

Cette société appartient au secteur de la grande distribution. La nature de son contrôle est principalement managériale mais son capital est concentré entre quelques actionnaires identifiés (Cinf5A). La structure de gouvernance est assez peu respectueuse des règles de bonne gouvernance, elle pourrait être caractérisée par les critères D_CS et Minf4. L'index de gouvernance régresse passant de g3 à g2, avec un passage par g1 en 2003. Le nombre de critères de gouvernance suivi diminue passant de 3 à 2 sur la période. Le recul de la gouvernance est surtout dû l'abandon de la structure duale en 2004 alors que celle-ci était suivie de manière continue. Les critères de durée du mandat et de taille du conseil d'administration varient sur la période d'étude. Minf4 et Form_Csl semblent être réactivé lorsque la structure duale est abandonnée. L'activisme ne concerne pas ces questions de gouvernance. En 2002, la contestation en AG concernait la suppression des cadeaux mais aussi des résolutions concernant des mesures anti-OPA. De même en 2004, l'activisme concerne l'émission de valeurs avec suppression des DPS.

Aucun des sujets de l'activisme ne semblent liés aux critères de performance que ce soit en termes de ROE que de ROA. Puisque la performance est croissante sur la période, d'ailleurs la

classe de performance augmente passant de p5 à p6. La gouvernance recul à mesure que la performance augmente.

Cas Ciments Français

Nombre de titres	: 38 244 062
Capitalisation boursière	: 6 783.35 M€
Secteur d'activité	: Matériaux et accessoires de construction
Indice principal	: CAC AllShares
Marché	: Eurolist compartiment A
Place de cotation	: Euronext Paris (France)
Eligibilité PEA / SRD	: Oui / Oui
Dernier coupon	: 2.28 EUR (le 09/05/2007)

Actionnariat / dirigeants

1. Italcementi	76.00 %
2. Autocontrôle	1.00 %

Président Directeur Général :
Monsieur Yves-René Nanot

Directeur Général Délégué :
Monsieur Rodolfo Danielli

Prévisions des analystes

	2006	2007	2008
BNA	13.11	13.63	14.87
Dividende	2.28	2.40	2.65
Rendement	1.33 %	1.40 %	1.54 %
PER	13.11	12.62	11.56

Activité de la société

Ciments Français est le 2e producteur français de ciments et de matériaux de construction. Le CA par famille de produits se répartit comme suit :
- ciment et clinker (69%) : 50,5 Mt vendues en 2006 ;
- granulats et béton prêt à l'emploi (26,7%) : 51,2 Mt de granulats et 12,7 millions de m3 de bétons vendus ;
- autres (4,3%).

A fin 2006, le groupe dispose de 42 cimenteries, de 99 carrières de granulats et de 337 centrales à béton dans le monde.

Site Web de la société : http://www.cimfra.com

Chiffres clés / données financières

Compte de résultat

milliers EUR	12.01	12.02	12.03	12.04	12.05
Chiffre d'affaires	2 798 500	2 930 300	2 898 900	3 059 400	3 595 400
Produits des activités ordinaires	2 788 400	2 951 900	2 901 600	3 080 200	3 645 500
Résultat opérationnel	523 200	560 100	528 600	563 900	644 300
Coût de l'endettement financier net	0	0	0	-63 700	-64 600
Quote-part résultats des Sociétés Mises en Equivalence	9 300	-2 000	11 300	19 500	18 000
RN des activités abandonnées	-71 000	-106 000	-23 000	0	0
Résultat net	202 600	231 700	279 900	345 400	472 700
Résultat net (part du groupe)	180 500	208 100	243 000	307 800	421 600

La société Ciments Français est un groupe lié à la transformation de matière pour le bâtiment. La nature du contrôle est principalement managériale mais elle est contrôlée étroitement par moins de cinq actionnaires identifiés. Au niveau de sa gouvernance, elle ne

respecte que deux critères de gouvernance entre 2001 et 2003, pour passer à trois critères en 2004 ce qui l'a fait passer de l'index de gouvernance g1 à g2. Quant à l'activisme, il n'y a en fait qu'un seul acte de contestation en 2001 concernant le manque de liquidité du titre et sur des problèmes d'extraction de bénéfices par des actionnaires minoritaires. Alors qu'elle respecte le critère A_OPA en 2001, il ne l'est plus par la suite. Et à l'inverse, le critère A_DPS est mis en œuvre à partir de 2002.

La performance en terme de ROE et de ROA est croissante sur la période et se trouve dans les classes de performance élevées, elles passent des index p5 à p6. Ici, gouvernance et performance vont dans le même sens, mais le niveau de suivi des critères de bonne gouvernance est faible et ne concerne pas des éléments clés de contre pouvoirs. Le cas de Ciments Français n'est pas un cas très intéressant en termes d'enseignement. En 2007, cette firme est contrôlée très majoritairement par Italcementi, un firme italienne d'un même secteur ce qui la transforme de fait en filiale.

Cas Club Méditerranée

Nombre de titres	: 19 358 005
Capitalisation boursière	: 958.22 M€
Secteur d'activité	: Hôtels
Indice principal	: CAC AllShares
Marché	: Eurolist compartiment B
Place de cotation	: Euronext Paris (France)
Eligibilité PEA / SRD	: Oui / Oui
Dernier coupon	: ND

Actionnariat / dirigeants

1. Investisseurs instit	28.50 %
2. Richelieu Finance	26.40 %
3. Accor	6.00 %
4. Rolaco	4.70 %
5. Nippon Life	4.00 %
6. Air France	2.00 %
7. Autocontrôle	1.40 %

Président Directeur Général :
Monsieur Henri Giscard d'Estaing

Directeur Général Délégué :
Monsieur François Salamon
Monsieur Michel Wolfovski

Activité de la société

Club Méditerranée figure parmi les 1ers exploitants mondiaux de villages de vacances. Le CA par activité se répartit comme suit :
- exploitation de villages (78,8%) : 1,3 million de clients en 2005/06 ;
- organisation de voyages (17,9%) : activité assurée au travers de Jet Tours (1er tour opérateur français ; 286 336 clients en 2005/06) ;
- autres (3,3%) : activités de Club Med World (organisation de séminaires, de soirées événementielles, de soirées de gala, de défilés).

Site Web de la société : http://www.clubmed.com

Prévisions des analystes

	2006	2007	2008
BNA	0.26	0.59	1.30
Dividende	0.00	0.00	0.00
Rendement	0.00 %	0.00 %	0.00 %
PER	188.05	83.05	37.65

Chiffres clés / données financières

Compte de résultat					
milliers EUR	**10.02**	**10.03**	**10.04**	**10.05**	**10.06**
Chiffre d'affaires	1 744 000	1 609 000	1 600 000	1 590 000	1 679 000
Produits des activités ordinaires	1 765 000	1 616 000	1 626 000	1 630 000	1 720 000
Résultat opérationnel	-3 000	-6 000	17 000	81 000	35 000
Coût de l'endettement financier net	0	0	-32 000	-36 000	-34 000
Quote part resultats des Sociétés Mises en Equivalence	0	0	0	3 000	3 000
RN des activités abandonnées	-8 000	-64 000	-26 000	0	0
Résultat net	-59 000	-94 000	-43 000	10 000	5 000
Résultat net (part du groupe)	-62 000	-94 000	-44 000	9 000	5 000

La société Club Méditerranée appartient au secteur touristique. La nature de son contrôle est principalement managériale, le capital reste néanmoins contrôlé par moins de cinq actionnaires identifiables. Les critères de gouvernance principalement respectés par Club Med sont les critères D_CS, Minf4 et Form_Csl. Son appartenance à l'index de gouvernance g2 ne varie pas, et le nombre de critères de gouvernance respectés passe de 3 à 4 en 2002.

Les performances de la firme, en termes de ROE et de ROA, sont faibles, on ne dénombre qu'une seule manifestation de l'activisme des actionnaires minoritaires lors d'une AG sur les résultats en 2003. Mais le critère ind_sup50 apparaît justement en 2003 après cette manifestation. Difficile de trouver une relation entre activisme et gouvernance, la faiblesse des performances a sûrement une plus grande influence sur la structure de gouvernance. En dehors de la période étudiée, le résultat net de Club Med redevient positif en 2005 et 2006, mais reste à des niveaux faibles.

Cas de Dassault Systèmes

Nombre de titres	: 115 140 688
Capitalisation boursière	: 5 090.37 M€
Secteur d'activité	: Logiciels
Indice principal	: CAC AllShares
Marché	: Eurolist compartiment A
Place de cotation	: Euronext Paris (France)
Eligibilité PEA / SRD	: Oui / Oui
Dernier coupon	: 0.42 EUR (le 05/07/2006)

Actionnariat / dirigeants	
1. Groupe Industriel	44.58 %
2. Charles Edelstenne	6.72 %
3. Fidelity Investments	6.09 %
4. FMR Corp and Fidelit	4.73 %
5. SW Securities	0.27 %
6. Administrateurs	0.01 %

Président Directeur Général :
Monsieur Charles Edelstenne

Activité de la société

Dassault Systèmes est le leader mondial du développement et de la commercialisation de logiciels de gestion du cycle de vie des produits. Le CA par famille de produits et services se répartit comme suit :
- logiciels (83,8%) : logiciels d'optimisation des processus de production et logiciels de conception en 3D destinés aux marchés de la mécanique générale, de l'automobile, de l'aéronautique, des biens de consommation, de l'électricité et de l'électronique, et de la conception d'usines.

Site Web de la société : http://www.3ds.com

Directeur Général :
Monsieur Bernard Charlès

Prévisions des analystes

	2006	2007	2008
BNA	1.83	2.03	2.28
Dividende	0.43	0.50	0.57
Rendement	0.99 %	1.15 %	1.31 %
PER	23.67	21.33	18.99

Chiffres clés / données financières

Compte de résultat

milliers EUR	12.01	12.02	12.03	12.04	12.05
Chiffre d'affaires	746 053	774 115	754 823	796 552	934 513
Produits des activités ordinaires	746 053	774 115	754 823	796 552	934 513
Résultat opérationnel	206 739	216 653	218 221	192 275	228 561
Coût de l'endettement financier net	0	0	0	-902	-1 264
Quote-part résultats des Sociétés Mises en Equivalence	0	214	419	704	1 017
RN des activités abandonnées	-44 144	-40 502	-30 821	0	0
Résultat net	88 741	105 986	114 098	121 533	156 808
Résultat net (part du groupe)	88 741	105 986	114 098	121 355	156 211

La société Dassault Systèmes est spécialisée dans les systèmes informatiques. La nature du contrôle est familiale, et le capital de la société est contrôlé par moins de cinq actionnaires. Elle appartient tout au long de la période à l'index de gouvernance g1, le nombre de critères de gouvernance varie entre un et deux. Seul le critère Form_Csl est respecté de façon continue. L'activisme qui a été noté n'est pas une action de contestation très importante, à l'origine de cette intervention en AG, il y a l'ANAF qui souligne un risque potentiel de dilution.

Au niveau de l'évolution des critères de gouvernance, il y a un recul de la gouvernance avec l'abandon du critère DVU à partir de 2002. A l'inverse, le critère Ind_sup50 finit par être respecté en 2004. Les performances en termes de ROE et de ROA sont dans la classe de performance p7. Les rendements des actions sont croissants sur la période.
Il n'y a pas réellement de modifications dans la structure de gouvernance par rapport à l'activisme.

Cas Eiffage

Nombre de titres	: 93 164 626
Capitalisation boursière	: 9 689.12 M€
Secteur d'activité	: Construction lourde
Indice principal	: CAC AllShares
Marché	: Eurolist compartiment A
Place de cotation	: Euronext Paris (France)
Eligibilité PEA / SRD	: Oui / Oui
Dernier coupon	: 1.00 EUR (le 27/04/2007)

Actionnariat / dirigeants

1. Sacyr Vallehermoso	33.20 %
2. Salariés	23.50 %
3. AS Eiffage 2000	19.65 %
4. Fibelpar	6.13 %
5. Eiffaime	5.04 %
6. Caisse des Dépôts et	5.00 %
7. Autocontrôle	3.70 %
8. BP France	2.60 %
9. FMR Corporation &	0.72 %

Directeur Général :
Monsieur Benoît Heitz

Président du Conseil d'Administration :
Monsieur Jean-François Roverato

Activité de la société

Eiffage figure parmi les principaux groupes européens de construction.
Le CA par activité se répartit comme suit :
- construction et rénovation de bâtiments (32,8%) : habitations, bureaux, centres commerciaux, parkings, stades, prisons, hôpitaux, etc. En outre, le groupe développe une activité de promotion immobilière ;
- construction et entretien d'infrastructures de transport et de génie civil (32,4%) : routes, autoroutes, ponts, voies ferrées, etc.

Site Web de la société : http://www.eiffage.fr

Prévisions des analystes

	2006	2007	2008
BNA	4.34	4.43	4.77
Dividende	1.00	1.14	1.16
Rendement	0.99 %	1.12 %	1.15 %
PER	23.29	22.80	21.16

Chiffres clés / données financières

Compte de résultat

milliers EUR	12.99	12.00	12.01	12.02	12.03
Chiffre d'affaires	5 772 000	6 184 000	6 371 000	6 848 000	7 104 000
Produits des activités ordinaires	5 839 000	6 286 000	6 464 000	6 940 000	7 183 000
Résultat opérationnel	140 000	183 000	203 000	235 000	241 000
Coût de l'endettement financier net	0	0	0	0	0
Quote-part résultats des Sociétés Mises en Equivalence	30 000	33 000	36 000	38 000	44 000
RN des activités abandonnées	-95 000	-108 000	-64 000	-78 000	-57 000
Résultat net	64 000	102 000	151 000	129 000	139 000
Résultat net (part du groupe)	64 000	103 000	152 000	126 000	140 000

La société Eiffage appartient au secteur du bâtiment. La nature du contrôle est principalement managériale, mais la géographie du contrôle est variable. En 2001 et 2002, le capital est concentré puis, le capital se transforme pour devenir plus atomisé. La structure de

gouvernance est assez faible, la firme appartient à l'index g1 entre 2001 et 2003 puis à l'index g2 en 2004. Le nombre de critères de gouvernance passe de 1 à 3 critères. Au niveau de l'activisme, le niveau de la contestation est faible avec un seul acte de la part des actionnaires minoritaires en 2004 concernant l'autorisation d'émission de capital sans DPS lors de l'AG.

En terme de performances, aussi bien le ROE que le ROA sont dans les index de performance p6 et p7. Mais, les ROE et les ROA n'évoluent pas de manière linéaire, il y a un creux en 2002 et 2003, ce qui correspond à l'adoption en 2004 des critères DVU et Minf4. Les performances remontent en 2004 mais sans revenir au niveau de 2001.

Il est difficile de faire le lien entre l'évolution de la structure de gouvernance et l'activisme, mais la hausse du nombre de critères peut avoir pour but d'envoyer un signal aux investisseurs.

Cas Essilor

Nombre de titres	: 103 848 536
Capitalisation boursière	: 9 190.60 M€
Secteur d'activité	: Fournitures médicales
Indice principal	: CAC AllShares
Marché	: Eurolist compartiment A
Place de cotation	: Euronext Paris (France)
Eligibilité PEA / SRD	: Oui / Oui
Dernier coupon	: 1.10 EUR (le 15/05/2007)

Actionnariat / dirigeants

1. Salariés	8.26 %
2. Autocontrôle	1.08 %

Président Directeur Général :
Monsieur Xavier Fontanet

Directeur Général Délégué :
Monsieur Philippe Alfroid

Activité de la société

Essilor International est le n° 1 mondial de la conception, de la fabrication et de la commercialisation de verres correcteurs et d'instruments d'optique ophtalmique. Le CA par famille de produits se répartit comme suit :
- verres correcteurs (93,9%) : verres progressifs (marque Varilux), verres anti-reflets, anti-rayures et antistatiques (Crizal), verres en polycarbonate (Airwear) et verres à hauts indices (Stylis et Linéis) ;
- autres (6,1%) : instruments et produits d'optiques

Site Web de la société : http://www.essilor.com

Prévisions des analystes

	2006	2007	2008
BNA	3.21	3.56	3.96
Dividende	1.10	1.23	1.39
Rendement	1.25 %	1.39 %	1.58 %
PER	27.43	24.74	22.24

Chiffres clés / données financières

Compte de résultat

milliers EUR	12.02	12.03	12.04	12.05	12.06

Chiffre d'affaires	2 138 269	2 116 419	2 202 528	2 424 323	2 689 958
Produits des activités ordinaires	2 216 792	2 116 419	2 202 528	2 424 323	2 689 958
Résultat opérationnel	340 582	364 853	338 895	393 636	459 850
Coût de l'endettement financier net	0	0	-8 193	-9 028	-10 420
Quote-part résultats des Sociétés Mises en Equivalence	6 637	-2 880	9 837	22 457	28 499
RN des activités abandonnées	-49 852	-37 478	0	0	0
Résultat net	182 407	200 658	245 093	289 064	331 156
Résultat net (part du groupe)	182 353	200 331	244 427	287 134	328 284

La société Essilor appartient au secteur de la lunetterie. La nature de la propriété est managériale, le capital est atomisé avec un flottant supérieur à 50%. Elle présente tout au long de la période un index de gouvernance g2, et le nombre de critères de gouvernance varie légèrement entre 3 et 4 critères. Les critères de gouvernance principalement suivis sont Minf4, Ind_sup50 et Form_Csl.

L'activisme des actionnaires minoritaires concerne une mesure anti-OPA. Cette action fut un succès avec le rejet d'une résolution sur une autorisation d'augmentation de capital en période d'OPA lors d'une AG mixte en 2003. Au niveau des performances, les ROE et les ROA sont croissants sur la période, la firme passe de l'index de performance p6 en 2001 à p7 les années suivantes.

Il n'y a pas de modification de la structure de gouvernance à la suite de l'activisme dans ce cas.

Cas Eurotunnel

Nombre de titres	: 2 546 097 327
Capitalisation boursière	: 942.06 M€
Secteur d'activité	: Chemins de fer
Indice principal	: CAC AllShares
Marché	: Eurolist compartiment B
Place de cotation	: Euronext Paris (France)
Eligibilité PEA / SRD	: Oui / Non
Dernier coupon	: ND

Actionnariat / dirigeants

1. Actionnaires Individ	68.00 %
2. Actionnaires Institu	32.00 %

Président Directeur Général :
Monsieur Jacques Gounon

Directeur Général :
Monsieur Jean-Pierre Trotignon

Activité de la société

Eurotunnel est le leader mondial du transport transmanche. Le groupe gère et exploite un tunnel ferroviaire, sous la Manche, reliant le continent européen au Royaume Uni. Le CA par activité se répartit comme suit :
- transport par navettes (54,6%) : 25 navettes exploitées entre

Prévisions des analystes

	2006	2007	2008
BNA	-0.06	-0.01	0.00
Dividende	0.00	0.00	0.00
Rendement	0.00 %	0.00 %	0.00 %

Calais/Coquelles (France) et Folkestone (Royaume Uni) réparties entre des navettes fret (transport de camions) et des navettes passagers (transport de voitures et d'autocars).

PER	0.00	0.00	0.00

Site Web de la société : http://www.eurotunnel.com

Chiffres clés / données financières

Compte de résultat

milliers EUR	12.02	12.03	12.04	12.05	12.06
Chiffre d'affaires	896 922	812 750	788 888	793 244	829 831
Achats consommés	0	0	0	0	0
Frais de personnel	160 494	150 274	154 319	143 327	121 513
Résultat d'exploit.	325 824	248 424	-349 747	-2 300 609	333 222
Impôts	45	34	34	45	260
Résultat net	508 107	-1 889 210	-836 374	-2 808 128	-204 011
RN part du groupe	508 107	-1 889 210	-836 374	-2 808 128	-204 011

Le cas de cette société est particulier et très médiatisé. Le cas d'Eurotunnel a cristallisé l'attention des médias autour des exemples tragiques d'actionnaires individuels ayant perdus leurs économies. La problématique tourne autour de la responsabilité de l'Etat français dans cet engouement pour les titres d'Eurotunnel qui semblaient être un investissement sûr. Le spectre de l'histoire du canal du Panama n'a pas tardé à resurgir dans les esprits. Le cas d'Eurotunnel est une illustration du point de non retour que peut rencontrer un actionnaire lorsque la perte de patrimoine est trop importante pour transférer son droit de sanction par la revente de ces actions. N'ayant d'autres choix aujourd'hui que de garder ses actions et de faire pression par de l'activisme pour récupérer son capital.

Cette société d'exploitation du tunnel sous la Manche est purement une firme managériale sans actionnaires de contrôle en dehors du cas particulier du consortium des banques. Eurotunnel est une firme respectueuse des recommandations en terme de bonne gouvernance. Les critères de gouvernance principalement suivis sont les critères DVU, ARS, Minf4, A_OPA, A_DPS, Ind_sup50 et Form_Csl. Ceci la fait appartenir à l'index de gouvernance g3 de 2001 à 2003. Puis en 2004, le nombre de critères suivis diminue à cinq critères au lieu de sept. L'activisme intervient en 2003 après les seuls résultats positifs de la période d'étude. Les classes de performance sont aléatoires mais ces résultats ne semblent pas très fiables, mais il est certain que la situation financière d'Eurotunnel est critique. Cependant, l'activisme est intense par l'intermédiaire de l'ADACTE et de Nicolas Miguet avec la convocation d'une assemblée

générale extraordinaire pour la révocation du conseil d'administration. L'activisme est directement lié à la disparition des deux critères Ind_sup50 et Form_Csl qui concernent très directement les questions liées au conseil d'administration. Le lobbying de la part des actionnaires minoritaires est intense mais cette société est un cas particulier.

Cas France Telecom

Nombre de titres	: 2 605 383 963
Capitalisation boursière	: 58 829.57 M€
Secteur d'activité	: Télécommunications filaires
Indice principal	: CAC AllShares
Marché	: Eurolist compartiment A
Place de cotation	: Euronext Paris (France)
Eligibilité PEA / SRD	: Oui / Oui
Dernier coupon	: 1.00 EUR (le 10/05/2006)

Actionnariat / dirigeants

1. Etat Français	18.18 %
2. Entreprise de Recher	14.27 %
3. Salariés	3.64 %

Président Directeur Général :
Monsieur Didier Lombard

Vice President :
Monsieur Olaf Swantee

Activité de la société

France Télécom est le 1er opérateur de télécommunications français. Le CA par activité se répartit comme suit :
- prestations de services de télécommunications (97,9%) : prestations de téléphonie mobile (84,3 millions de clients à fin 2005 ; Orange), de téléphonie fixe (49,2 millions de lignes installées), de services Internet (accès à Internet, exploitation de portails et de sites marchands, Internet mobile, etc. ; 11,7 millions d'abonnés), de vente et de location d'équipements téléphoniques.

Site Web de la société : http://www.francetelecom.fr

Prévisions des analystes

	2006	2007	2008
BNA	1.59	1.75	1.87
Dividende	1.20	1.20	1.28
Rendement	5.47 %	5.47 %	5.82 %
PER	13.79	12.53	11.75

Chiffres clés / données financières

Compte de résultat

milliers EUR	12.02	12.03	12.04	12.05	12.06
Chiffre d'affaires	46 630 000	46 121 000	46 158 000	49 038 000	51 702 000
Produits des activités ordinaires	46 630 000	46 121 000	46 158 000	49 038 000	52 175 000
Résultat opérationnel	6 808 000	9 554 000	9 282 000	11 264 000	6 988 000
Coût de l'endettement financier net	0	0	-3 677 000	-2 863 000	-3 155 000
Quote-part résultats des Sociétés Mises en Equivalence	-367 000	-168 000	30 000	20 000	0
RN des activités abandonnées	-20 943 000	-4 273 000	0	0	3 211 000
Résultat net	-20 906 000	3 728 000	3 210 000	6 360 000	4 768 000
Résultat net (part du groupe)	-20 736 000	3 206 000	3 017 000	5 709 000	4 139 000

La société France Telecom est une société assez particulière. Longtemps, un firme publique monopolistique, elle s'est convertie à l'économie de marché pour devenir un acteur important des télécommunications en Europe. Quoiqu'il ne soit plus majoritaire, l'actionnaire principal reste l'Etat français.

Son capital reste concentré de 2001 à 2003, puis son flottant s'élargit en 2004 où la firme devient contrôlée minoritairement. La nature du contrôle est principalement managériale. France Telecom appartient alternativement à l'index de gouvernance g1 et g2, avec un nombre de critères de gouvernance respectés variant entre deux et trois. Les deux critères de gouvernance principalement respectés sont l'unicité des droits de vote et la publication d'un document de référence aux normes de l'AMF. La seule réelle progression en matière de gouvernance sur la période est le respect de la taille du conseil d'administration. Les performances de la firme en terme de ROE et de ROA sont mauvaises entre 2001 et 2002. Il est à noter le résultat particulier du ROE en 2002 de 12225,73% alors qu'en même temps le ROA est négatif. C'est le statut particulier de la société qui est à l'origine de ce résultat.

L'activisme subit par la firme est assez intense, la contestation apparaît alors que les performances en termes de ROE et de ROA redeviennent positif en 2003 et 2004. Les sujets de contestation tournent autour du manque d'équité autour de l'OPE sur Wanandoo (une filiale) où l'ANAF et l'APPAC mènent l'activisme. L'ADAM conteste une opération, l'OPR sur Orange. Pour France Telecom, l'origine de l'activisme est surtout due à des problèmes d'évaluation des opérations particulières. Ce type de questions ne semble pas affecté la structure de gouvernance.

Cas Géophysique

Nombre de titres	: 27 253 172
Capitalisation boursière	: 4 542.29 M€
Secteur d'activité	: Équipements et services pétroliers
Indice principal	: CAC AllShares
Marché	: Eurolist compartiment A
Place de cotation	: Euronext Paris (France)
Eligibilité PEA / SRD	: Oui / Oui
Dernier coupon	: ND

Actionnariat / dirigeants

1. Morgan Stanley &	5.19 %
2. Institut Français du	5.08 %
3. FMR Corp and Fidelit	4.71 %
4. DNCA Finances	4.16 %
5. MFS International	3.86 %
6. Groupama Asset Manag	3.81 %
7. Modulus Europe	2.66 %
8. EBPF	2.21 %
9. Stavenger Fondsforva	2.13 %
10. Autocontrôle	0.01 %

Président Directeur Général : Monsieur Robert Brunck

Activité de la société

A l'issue de la fusion avec Veritas en janvier 2007, Compagnie Générale

de Géophysique a pris la dénomination sociale de Compagnie Générale de Géophysique-Veritas. Le groupe figure parmi les 1ers fournisseurs mondiaux de services et de produits géophysiques destinés aux compagnies pétrolières et gazières. Le CA par activité se répartit comme suit :
- prestations de services géophysiques (63,5%) : prestations d'enregistrement, de traitement et d'interprétation de données sismiques…

Site Web de la société : http://www.cggveritas.com

Président et Directeur Général Délégué :
Monsieur Thierry Le Roux

Prévisions des analystes

	2006	2007	2008
BNA	8.86	10.16	13.17
Dividende	0.00	0.00	0.00
Rendement	0.00 %	0.00 %	0.00 %
PER	18.62	16.24	12.53

Chiffres clés / données financières

Compte de résultat

milliers EUR	12.02	12.03	12.04	12.05	12.06
Chiffre d'affaires	700 700	612 400	687 400	869 900	1 329 600
Produits des activités ordinaires	706 800	620 400	687 800	871 800	1 331 400
Résultat opérationnel	61 600	20 300	45 700	75 100	289 000
Coût de l'endettement financier net	0	0	-27 800	-42 300	-25 400
Quote-part résultats des Sociétés Mises en Equivalence	6 400	6 500	10 300	13 000	10 100
RN des activités abandonnées	-6 300	-17 400	0	0	0
Résultat net	19 600	-10 100	-5 400	-6 800	158 700
Résultat net (part du groupe)	17 400	-10 400	-6 400	-7 800	157 100

A l'époque de l'étude, la société Géophysique était une entreprise dont le capital était contrôlée minoritairement. En 2006, le capital reste éclaté et répartit surtout entre des actionnaires financiers ou institutionnels qui se partage le contrôle. La nature du contrôle est principalement managériale. Sa structure de capital est dans la moyenne, elle appartient à l'index de gouvernance g2, excepté en 2003 où elle appartient à g1. Le nombre de critères de gouvernance respecté est principalement de trois critères. Mais seuls deux critères sont suivis de manière continue. Ce sont les publications d'un document de référence répondant aux normes de l'AMF et la taille du conseil d'administration. D'après les documents de référence, le critère d'absence de convention réglementée (A_CR) n'apparaît qu'en 2001, l'absence d'autorisation d'augmentation en période d'offre publique (A_OPA) en 2002 et l'indépendance des conseils en 2004. Ce dernier critère de gouvernance est respecté l'année suivant la baisse des performances en 2003 tant en termes de ROE que de ROA. Les performances de la firme sur la période sont moyennes variant entre l'index de performance p4 et p3. Le résultat net quant à lui est négatif et décroissant sur la

période. En 2004, l'activisme fut exprimé par l'intervention d'actionnaires mécontents du manque de résultats et des pertes de la société. Mais aucune modification ou décision concernant la gouvernance n'a été prise durant la période. Il ne semble pas y avoir d'influence particulière de l'activisme sur la structure de gouvernance.

Cas Groupe Danone

Nombre de titres	: 261 425 730
Capitalisation boursière	: 30 639.10 M€
Secteur d'activité	: Produits alimentaires
Indice principal	: CAC AllShares
Marché	: Eurolist compartiment A
Place de cotation	: Euronext Paris (France)
Eligibilité PEA / SRD	: Oui / Oui
Dernier coupon	: 2.00 EUR (le 10/05/2007)

Actionnariat / dirigeants

1. Autocontrôle	7.90 %
2. Eurazeo	5.10 %
3. Caisse des Dépôts et	3.50 %
4. Sofina et Glaces de	2.00 %
5. Predica	1.70 %
6. FCPE	1.40 %

Président Directeur Général : Monsieur Franck Riboud

Vice-Président Directeur Général : Monsieur Jacques Vincent

Activité de la société

Danone figure parmi les 1ers groupes agroalimentaires mondiaux. Le CA par famille de produits se répartit comme suit :
- produits laitiers frais (56,4% ; n° 1 mondial) : yaourts et desserts (marques Danone, Activia, Actimel, Danette, Gervais, etc.), et aliments infantiles (marque Blédina) ;
- boissons (28%) : eaux conditionnées (n° 2 mondial ; marques Evian, Volvic, Badoit, Wahaha, Aqua, etc.) et boissons sans alcool (boissons lactées, thés, etc.) ;
- biscuits et produit alimentaire

Site Web de la société : http://www.danone.fr

Prévisions des analystes

	2006	2007	2008
BNA	4.88	5.50	6.23
Dividende	2.00	2.24	2.49
Rendement	1.71 %	1.92 %	2.13 %
PER	23.95	21.25	18.76

Chiffres clés / données financières

Compte de résultat

Milliers EUR	12.02	12.03	12.04	12.05	12.06
Chiffre d'affaires	13 555 000	13 131 000	12 273 000	13 024 000	14 073 000
Produits des activités ordinaires	13 555 000	13 131 000	12 273 000	13 024 000	14 073 000
Résultat opérationnel	1 816 000	1 688 000	1 559 000	1 706 000	1 874 000
Coût de l'endettement financier net	0	0	-94 000	-101 000	-37 000
Quote-part résultats des Sociétés Mises en Equivalence	17 000	37 000	-550 000	44 000	-40 000
RN des activités abandonnées	349 000	-144 000	47 000	504 000	154 000
Résultat net	1 465 000	1 023 000	638 000	1 671 000	1 560 000
Résultat net (part du groupe)	1 283 000	839 000	449 000	1 464 000	1 353 000

Le groupe Danone appartient au secteur de l'agroalimentaire. C'est une firme de type managériale, son capital est diversifié car son flottant est supérieur à 50% sur l'ensemble de la période. Le nombre de critères de gouvernance est constant autour de quatre. Elle appartient à l'index de gouvernance g2. Les critères de gouvernance principalement respectés sont l'existence de comités spécialisés (A_CR), la durée des mandats des administrateurs inférieure à 4 ans (Minf4), la publication d'un document de référence standardisé (DR) et le respect de la taille du conseil d'administration (Form_Csl).

Dans le cas de cette société, l'activisme n'est pas à proprement parler à l'origine des changements dans la structure de gouvernance. Mais, les actionnaires ont renoncé à l'émission de valeurs mobilières en cas d'OPA (A_OPA). Cette décision intervient après l'année où les performances en terme de ROE et de ROA sont les meilleurs sur la période, soit en 2002, et que les résultats diminuent sur la période, 2003 et 2004.

Cas Ingenico

Nombre de titres	: 32 108 577
Capitalisation boursière	: 703.50 M€
Secteur d'activité	: Équipements électroniques
Indice principal	: CAC AllShares
Marché	: Eurolist compartiment B
Place de cotation	: Euronext Paris (France)
Eligibilité PEA / SRD	: Oui / Oui
Dernier coupon	: 0.10 EUR (le 16/05/2007)

Actionnariat / dirigeants

1. Insight Investment	9.08 %
2. Poutrel	8.00 %
3. Jupiter	7.72 %
4. Tayninh	7.68 %
5. Wyser Pratte Managem	4.84 %
6. FMR Corp and Fidelit	4.71 %
7. Malhouitre	3.01 %

Président :
Monsieur David Znaty

Directeur Général :
Monsieur Amedeo d Angelo

Activité de la société

A l'issue de la fusion-absorption de Moneyline en octobre 2006, Ingénico est le leader mondial de la conception, de la fabrication et de la commercialisation de systèmes monétiques à destination du secteur de la distribution. L'activité du nouveau groupe s'organise essentiellement autour de 3 familles de produits et services :
- systèmes monétiques et terminaux de paiement électronique : terminaux de comptoirs, terminaux portables, lecteurs de cartes, lecteurs et éditeurs de chèques.

Site Web de la société : http://www.ingenico.com

Prévisions des analystes

	2006	2007	2008
BNA	0.51	1.03	1.50
Dividende	0.11	0.20	0.33
Rendement	0.58 %	1.01 %	1.65 %
PER	38.70	19.23	13.14

Chiffres clés / données financières

Compte de résultat					
milliers EUR	**12.01**	**12.02**	**12.03**	**12.04**	**12.05**
Chiffre d'affaires	390 347	429 575	356 041	427 395	436 939
Produits des activités ordinaires	390 347	429 575	356 041	427 657	436 939
Résultat opérationnel	22 074	10 467	-25 355	11 773	-34 368
Coût de l'endettement financier net	0	0	0	-2 862	-4 211
Quote-part résultats des Sociétés Mises en Equivalence	0	45	-28	-23	0
RN des activités abandonnées	0	0	0	0	0
Résultat net	11 314	-5 103	-21 645	2 607	-40 137
Résultat net (part du groupe)	11 220	-5 215	-21 613	2 604	-40 131

La nature du contrôle de cette firme est managériale. Elle est en 2001 contrôlée minoritairement puis à partir de 2002, la concentration du capital s'affaiblit pour devenir plus diversifiée. Sa structure de gouvernance varie entre 1 et 3 critères de gouvernance, cette entreprise appartient à l'index de gouvernance g1 de 2001 à 2003 puis à g2 en 2004. Excepté le critère de taille du conseil, il n'existe aucun critère caractérisant la structure de gouvernance de cette société. Les performances de la firme sont décroissantes sur la période, passant de p5 à p3 avec un point bas à p1 en 2003. Les mauvais résultats de 2003 correspondent au respect du critère DVU la même année puis en 2004, c'est le critère d'indépendance du conseil qui finit par être respecté. Par contre, le critère A_CR est absent après 2001 mais il ne semble pas déterminant dans le cas de cette entreprise. Le résultat net se dégrade sur la période et ne semble pas s'arranger même après en 2005. Les prévisions en termes de PER sont négatives pour 2006-2008.

Ici, l'activisme n'apparaît qu'en 2004, mais il n'est du fait que d'un seul actionnaire minoritaire s'opposant à l'autorisation d'augmentation de capital sans DPS. Malgré de mauvaises performances, rien n'indique qu'il y ait un lien entre activisme et performance ici, mais l'activisme concerne l'équité de traitements des actionnaires.

Cas de Lafarge

Nombre de titres	: 176 255 158
Capitalisation boursière	: 23 131.73 M€
Secteur d'activité	: Matériaux et accessoires de construction
Indice principal	: CAC AllShares
Marché	: Eurolist compartiment A
Place de cotation	: Euronext Paris (France)

Actionnariat / dirigeants	
1. Institutionnels non-résidents	35.00 %
2. Groupe Bruxelles Lambert	17.00 %
3. Actionnaires Individuels	14.80 %
4. Capital Group International	5.00 %
5. Autocontrôle	1.00 %

Eligibilité PEA / SRD	: Oui / Oui
Dernier coupon	: 2.55 EUR (le 08/06/2006)

6. Fibelpartners	0.08 %
7. Frère Bourgeois	0.03 %

Président Directeur Général :
Monsieur Bruno Lafont

Directeur Général Délégué :
Monsieur Michel Rose

Activité de la société

Lafarge figure parmi les leaders mondiaux de la production et de la commercialisation de matériaux de construction. Le CA (hors activités cédées) par famille de produits se répartit comme suit :
- ciments et liants (52,3%) : ciments (n° 1 mondial ; 132 Mt vendues en 2006), liants hydrauliques, chaux, etc. ;
- granulats et bétons (38,1%) : granulats (n° 1 mondial ; 262 Mt vendues), béton prêt à l'emploi (n° 3 mondial), bétons préfabriqués, enrobés bitumineux et revêtements routiers.

Site Web de la société : http://www.lafarge.com

Prévisions des analystes

	2006	2007	2008
BNA	7.86	9.01	10.06
Dividende	3.00	3.30	3.70
Rendement	2.32 %	2.55 %	2.86 %
PER	16.46	14.36	12.86

Chiffres clés / données financières

Compte de résultat

milliers EUR	12.02	12.03	12.04	12.05	12.06
Chiffre d'affaires	14 610 000	13 658 000	0	15 969 000	16 909 000
Produits des activités ordinaires	14 610 000	13 658 000	14 436 000	15 969 000	16 909 000
Résultat opérationnel	2 132 000	1 934 000	2 074 000	2 237 000	2 678 000
Coût de l'endettement financier net	0	0	-11 000	-12 000	-513 000
Quote-part résultats des Sociétés Mises en Equivalence	33 000	37 000	74 000	38 000	30 000
RN des activités abandonnées	-467 000	-312 000	0	0	-4 000
Résultat net	729 000	965 000	1 334 000	1 424 000	1 589 000
Résultat net (part du groupe)	456 000	728 000	1 046 000	1 096 000	1 372 000

La société Lafarge appartient au secteur de la construction. La nature de son contrôle est managériale, aucun actionnaire ou groupe d'actionnaire ne détenant un contrôle étroit sur la firme. La structure de gouvernance de cette société est peu respectueuse des recommandations en matière de bonne gouvernance. De 2001 à 2003, elle rentre dans l'index de gouvernance g1, ne respectant que de 1 à 2 critères de gouvernance puis 3 critères en 2004. Les critères principalement respectés sont les critères d'indépendance et de taille du conseil d'administration. Les performances de Lafarge sur la période sont bonnes, passant de l'index de performance p5 à p6. Les ROE et les ROA sont positifs même s'il y a un léger creux en 2002 et 2003. Les résultats nets sur la période sont en constante croissance.

L'activisme concerne justement cette période, où des actionnaires minoritaires se manifestent pendant l'AG 2003. Le critère d'indépendance des conseils (Ind_sup50) n'était plus

respecté en 2003, mais l'est à nouveau en 2004. Et le critère de durée du mandat (Minf4) est respecté en 2004. Le renforcement de la gouvernance se fait autour des statuts du conseil et de ses membres ici.

Cas LVMH

Nombre de titres	: 489 937 410
Capitalisation boursière	: 42 634.35 M€
Secteur d'activité	: Habillement et accessoires
Indice principal	: CAC AllShares
Marché	: Eurolist compartiment A
Place de cotation	: Euronext Paris (France)
Eligibilité PEA / SRD	: Oui / Oui
Dernier coupon	: 1.10 EUR (le 15/05/2007)

Actionnariat / dirigeants

1. Groupe Arnault	47.52 %
2. Autocontrôle	3.94 %

Président Directeur Général :
Monsieur Bernard Arnault

Directeur Général Délégué :
Monsieur Antonio Belloni

Activité de la société

LVMH est le leader mondial des produits de luxe. Le CA par famille de produits se répartit comme suit :
- articles de mode et de maroquinerie (34,4%) : marques Louis Vuitton, Kenzo, Celine, Fendi, Marc Jacobs, Givenchy, etc. ;
- vins et spiritueux (19%) : champagnes (marques Moët & Chandon, Mercier, Veuve Clicquot Ponsardin, Dom Pérignon, etc. ; n° 1 mondial), vins (Cape Mentelle, Château D'Yquem, etc.), cognacs (notamment Hennessy ; n° 1 mondial), whisky (notamment Glenmo)

Site Web de la société : http://www.lvmh.fr

Prévisions des analystes

	2006	2007	2008
BNA	3.94	4.38	4.97
Dividende	1.40	1.58	1.80
Rendement	1.62 %	1.83 %	2.08 %
PER	21.92	19.71	17.37

Chiffres clés / données financières

Compte de résultat

milliers EUR	12.02	12.03	12.04	12.05	12.06
Chiffre d'affaires	12 693 000	11 962 000	12 481 000	13 910 000	15 306 000
Produits des activités ordinaires	12 693 000	11 962 000	12 481 000	13 910 000	15 306 000
Résultat opérationnel	2 008 000	2 182 000	2 173 000	2 522 000	3 052 000
Coût de l'endettement financier net	0	0	-214 000	-188 000	-173 000
Quote-part résultats des Sociétés Mises en Equivalence	-18 000	1 000	-14 000	7 000	8 000
RN des activités abandonnées	-667 000	-649 000	0	0	0
Résultat net	687 000	831 000	1 402 000	1 668 000	2 160 000
Résultat net (part du groupe)	556 000	723 000	1 194 000	1 440 000	1 879 000

La société LVMH est une firme appartenant au secteur du luxe. La nature du contrôle est patrimoniale, l'actionnaire principal est le groupe Arnault qui détient 45,7% du capital et 63,94%

des droits de vote en 2004. Cela en fait une société contrôlée étroitement. La structure de gouvernance est peu respectueuse des recommandations en matière de bonne gouvernance. L'entreprise appartient à l'index de gouvernance g1, elle ne respecte que deux critères entre 2001 et 2003. Les critères de gouvernance récurrents sont Minf4 et Form_Csl. Aucun autre critère n'est respecté, de plus le critère de taille du conseil ne l'est plus en 2004. En fait, il n'y a qu'un seul administrateur en plus qui porte le nombre d'administrateurs supérieurs à 17 membres, soit une de plus que les recommandations de l'AFG. L'activisme est le fait de petits porteurs qui contestent les mauvais résultats de l'année 2001 lors de l'assemblée générale de 2002. Les performances en terme de ROE et de ROA remontent à partir de 2002 mais elles ne sont pas mauvaises, appartenant à l'index de performance p4 puis p5. L'activisme n'a eu aucune répercutions sur la structure de gouvernance, mais c'est peut-être parce que le niveau de performances s'est amélioré.

Cas de Marionnaud

Nombre de titres	: 0
Capitalisation boursière	:
Secteur d'activité	: Distribution spécialisée
Indice principal	: CAC AllShares
Marché	: Eurolist compartiment B
Place de cotation	: Euronext Paris (France)
Eligibilité PEA / SRD	: Non / Non
Dernier coupon	: ND

Actionnariat / dirigeants

1. AS Watson	94.87 %

Président :
Monsieur Ian Francis Wade

Directeur Général :
Monsieur Hugues Witvoet

Prévisions des analystes

	2006	2007	2008
BNA	1.15	0.00	ND
Dividende	0.21	0.00	ND
Rendement	0.96 %	0.00 %	ND
PER	19.02	0.00	ND

Activité de la société

Marionnaud Parfumeries est le n° 1 français de la distribution sélective d'articles de parfumerie et de cosmétique. Le groupe est le n° 1 européen en nombre de points de vente.
Fin 2004, Marionnaud Parfumeries dispose d'un réseau de 1 232 points de vente implantés en France (566), en Espagne et Portugal (176), en Europe de l'Est (153), en Italie (138), en Suisse (103), en Autriche (95) et au Maroc.
La répartition géographique du CA est la suivante : France (64,8%), Espagne et Portugal.

Site Web de la société : http://www.marionnaud.com

Chiffres clés / données financières

Compte de résultat

milliers EUR	12.00	12.01	12.02	12.03	12.04
Chiffre d'affaires	502 776	770 905	1 026 899	1 136 806	1 164 380
Achats consommés	294 773	444 136	588 382	617 885	659 011
Frais de personnel	85 884	134 889	181 648	218 725	229 141
Résultat d'exploit.	39 297	68 340	83 211	86 504	31 817
Impôts	5 800	17 649	16 733	17 117	-18 151
Résultat net	22 272	36 184	38 461	38 198	-99 110
RN part du groupe	22 301	36 204	38 234	38 668	-98 038

La société de la firme Marionnaud est une société dont la nature du contrôle est principalement managériale d'après la définition retenue. Cependant, en y regardant de plus près cette société est plus proche d'une société familiale de part la composition de son actionnariat. Elle est contrôlée de façon minoritaire par des actionnaires familiaux jusqu'en 2003, puis en 2004, leur contrôle sur le capital se réduit. A partir de 2005, la société passe entièrement sous le contrôle du fond AS Waston.

La structure de gouvernance est peu respectueuse des recommandations en matière de bonne gouvernance. Elle appartient à l'index de gouvernance g1 tout au long de la période d'analyse. D'ailleurs, cette firme ne respecte aucuns critères de bonne gouvernance ni en 2001 ni en 2002. Et de toute manière, aucun critère de gouvernance ne caractérise la structure de gouvernance de cette firme. Au niveau de l'activisme, l'ADAM et Déminor ont saisi l'AMF en 2004 en raison de la communication financière de Marionnaud. Le syndicat CFTC a demandé un expert comptable dans le cadre du droit d'alerte que possèdent les syndicats dans le cadre de la loi. Cette même année, les performances se sont nettement dégradées par rapport aux années précédentes. Mais étant donné la remise en cause de la qualité de l'information financière, les résultats des années précédentes ne semblent pas réellement fiables.

Dans le cas de Marionnaud, il n'est pas possible de dire que l'activisme ait eu une influence sur l'activisme puisque les critères de gouvernance qui apparaissent en 2003 disparaissent l'année suivante de même que l'édition d'un document de référence qui vient sûrement en réponse aux demandes d'informations financières.

Cas Renault

Nombre de titres	: 284 937 118
Capitalisation boursière	: 29 904.15 M€
Secteur d'activité	: Automobiles
Indice principal	: CAC AllShares
Marché	: Eurolist compartiment A
Place de cotation	: Euronext Paris (France)
Eligibilité PEA / SRD	: Oui / Oui
Dernier coupon	: 3.10 EUR (le 15/05/2007)

Actionnariat / dirigeants

1. Etat Français	15.30 %
2. Nissan Finance	15.00 %
3. Capital Research and	5.01 %
4. Salariés	3.60 %
5. Autocontrôle	3.40 %

Président :
Monsieur Louis Schweitzer

Directeur Général :
Monsieur Carlos Ghosn

Activité de la société

Renault est le 2e constructeur automobile français. Le CA par activité se répartit comme suit :
- vente de véhicules (95,4%) : près de 2,4 millions de véhicules particuliers et utilitaires vendus en 2006 (2,1 millions sous la marque Renault, 196 341 sous la marque Dacia et 121 855 sous la marque Renault Samsung) ;
- prestations de services (4,6%) : prestations de financement des ventes (achat, location, crédit-bail, etc. ; RCI Banque) et de services associés (entretien)
Site Web de la société : http://www.renault.com

Prévisions des analystes

	2006	2007	2008
BNA	11.16	10.40	12.98
Dividende	3.10	3.75	4.28
Rendement	2.95 %	3.56 %	4.06 %
PER	9.43	10.12	8.11

Chiffres clés / données financières

Compte de résultat

milliers EUR	12.02	12.03	12.04	12.05	12.06
Chiffre d'affaires	36 336 000	37 525 000	40 292 000	41 338 000	41 528 000
Produits des activités ordinaires	36 450 000	37 543 000	40 292 000	41 338 000	41 528 000
Résultat opérationnel	1 234 000	1 256 000	1 872 000	1 514 000	877 000
Coût de l'endettement financier net	0	0	-22 000	-95 000	-110 000
Quote part resultats des Sociétés Mises en Equivalence	1 331 000	1 860 000	1 923 000	2 597 000	2 260 000
RN des activités abandonnées	-17 000	-22 000	0	0	0
Résultat net	2 010 000	2 513 000	2 903 000	3 453 000	2 943 000
Résultat net (part du groupe)	1 956 000	2 480 000	2 836 000	3 367 000	2 869 000

La société Renault est un groupe appartenant au secteur automobile. La nature du contrôle de Renault est principalement managériale, mais la structure de son actionnariat varie sur la période. D'un capital concentré en 2001, Renault devient contrôlé minoritairement en 2002 puis le capital se diversifie avec un flottant qui devient plus important. Dans, cette étude, seul Renault est prise en compte et non le groupe Renault-Nissan qui relève d'un « *stichting* » néerlandais qui sont des entités légales sans capital qui n'ont pas de membres mais un conseil chargé d'assurer la

poursuite d'un but défini dans les statuts de la fondation. Ce type de société peut ainsi mettre en place des pilules empoisonnées qui peuvent bloquer toute OPA hostile. Ces fondations néerlandaises offrent un régime très protectionniste, puisque le contrôle ad hoc est garanti au profit de la direction de la société cible de l'offre publique.

La structure de gouvernance est variable sur la période, son index de gouvernance varie entre g1 et g2. Le nombre de critères de gouvernance varie entre 2 et 3 critères. Seuls deux critères sont récurrents sur la période, le respect de l'unicité du droit de vote et de la durée du mandat inférieur à 4 ans. Les performances en termes de ROE et de ROA sont croissantes sur la période passant de l'index de performance p5 en 2001 à p7 de 2002 à 2004. L'activisme apparaît en 2001 et 2002. La contestation est surtout menée par l'ADAM qui est à l'origine de nombreuses actions. Le niveau de l'activisme est surtout intense en 2001 avec une lettre de protestation de l'ADAM à la COB pour demander une OPR sur les titres de Renault. En même temps, la société subit une contestation en son sein à la fois par des minoritaires de Renault que de Dacia, une filiale, en raison d'une augmentation de capital. Une action est engagée par un fond d'investissement (NCH Investment Partnership) contre Renault en raison du risque de dilution de sa participation. En 2002, l'ADAM conteste la légitimité du montage juridique entre Renault et Nissan. L'association de défense des actionnaires minoritaires cherche à annuler la pilule empoisonnée de la fondation néerlandaise.

L'activisme semble avoir une influence sur la structure de gouvernance de Renault. En 2002, la durée des mandats des administrateurs rentre dans le cadre des recommandations de l'AFG à partir de 2002. De même que la création des trois comités spécialisés finit par être respectée en 2004. Mais, il ne semble pas y avoir de lien direct avec les raisons de l'activisme.
Par contre, les critères de gouvernance A_OPA et A_DPS qui étaient respectés en 2001 ne le sont plus à partir de 2002 alors qu'il est justement question de risque de dilution et de pilule empoisonnée dans les revendications des actionnaires minoritaires. Ici, les changements dans la gouvernance sont liés à l'activisme actionnarial dans un contexte de bonnes performances de la société.

Cas Rexel

Nombre de titres	: 255 993 827
Capitalisation boursière	: 4 147.10 M€
Secteur d'activité	: Fournisseurs industriels
Indice principal	:
Marché	: Eurolist compartiment A
Place de cotation	: Euronext Paris (France)
Eligibilité PEA / SRD	: Oui / Non
Dernier coupon	: ND

Actionnariat / dirigeants

1. Ray Investment	73.70 %
2. Dirigeants	1.30 %
3. Salariés	1.00 %

Président du Directoire :
Monsieur Jean-Charles Pauze

Membre du Directoire :
Monsieur Nicolas Lwoff
Monsieur Pascal Martin
Monsieur Jean-Dominique Perret

Activité de la société

Rexel est le n° 1 mondial de la distribution professionnelle de matériel électrique basse tension destiné essentiellement aux secteurs de l'industrie, du bâtiment résidentiel et du bâtiment tertiaire. Le CA pro forma 2006 par famille de produits se répartit comme suit :
- équipements d'installation électrique (43%) : interrupteurs, disjoncteurs, compteurs, accumulateurs, groupes électrogènes, capteurs, réseaux de contrôle commande, etc. ;
- conduits et câbles (27%)

Site Web de la société : http://www.rexel.com

Prévisions des analystes

	2006	2007	2008
BNA	3.29	0.00	ND
Dividende	0.00	0.00	ND
Rendement	0.00 %	0.00 %	ND
PER	5.01	0.00	ND

Chiffres clés / données financières

Compte de résultat

milliers EUR	12.05	12.06
Chiffre d'affaires	5 999 300	9 298 900
Produits des activités ordinaires	5 999 300	9 298 900
Résultat opérationnel	311 700	523 700
Coût de l'endettement financier net	-178 200	-254 400
Quote-part résultats des Sociétés Mises en Equivalence	0	0
RN des activités abandonnées	0	0
Résultat net	138 400	188 900
Résultat net (part du groupe)	138 300	188 9

La société Rexel appartient au secteur de la production et de la distribution d'électricité. Pendant la période d'analyse, le capital de cette société était largement contrôlé par Saprodis, une filiale de PPR, qui détenait 81,78% des droits de vote. Rexel est une firme principalement managériale. Aujourd'hui, Rexel a été racheté par LBO par un consortium de fonds d'investissement anglo-saxons. Elle ne respecte d'ailleurs que très peu de critères de gouvernance, seulement un critère en 2001 et 2002 puis 2 et 3 par la suite. Ceci la fait passer de

l'index de gouvernance g1 entre 2001 et 2003 à g2 en 2004. Seul le critère de taille du conseil d'administration reste tout au long de la période, aucun autre critère ne caractérise la structure de gouvernance de Rexel.

L'activisme n'est pas intense, seules quelques inquiétudes sont émises par des actionnaires minoritaires lors de l'assemblée générale 2003 sur un risque encouru de dissolution du capital.

La structure de gouvernance se modifie justement à partir de 2003 avec la durée des mandats, ainsi que la publication d'un document de référence. Mais, la gouvernance ne semble pas influencer par l'activisme dans cette société.

Cas Rhodia

Nombre de titres	: 1 204 186 274
Capitalisation boursière	: 3 648.68 M€
Secteur d'activité	: Chimie de spécialité
Indice principal	: CAC AllShares
Marché	: Eurolist compartiment A
Place de cotation	: Euronext Paris (France)
Eligibilité PEA / SRD	: Oui / Oui
Dernier coupon	: 0.18 EUR (le 01/07/2003)

Actionnariat / dirigeants

1. Investisseurs instit	28.73 %
2. Investisseurs instit	17.00 %
3. Investisseurs instit	15.00 %
4. Investisseurs étrang	13.00 %
5. Investisseurs privés	12.00 %
6. JP Morgan Asset Mana	5.27 %
7. Capital Group Intern	4.90 %
8. Salariés	1.00 %

Directeur Général :
Monsieur Jean-Pierre Clamadieu

Directeur Général Opérations :
Monsieur Gilles Auffret

Activité de la société

Rhodia figure parmi les principaux fabricants mondiaux de produits chimiques de spécialités. Le CA, avant élimnations intra-groupe, par famille de produits et services se répartit comme suit :
- polyamides (35%) : polymères et intermédiaires, fils et fibres techniques, plastiques techniques et fils textiles ;
- tensioactifs, dérivés phosphorés, polymères naturels et de spécialités (19%) : à destination des marchés de la cosmétique, de la détergence, de l'agrochimie, etc.

Site Web de la société : http://www.rhodia.com

Prévisions des analystes

	2006	2007	2008
BNA	0.05	0.15	0.31
Dividende	0.00	0.00	0.00
Rendement	0.00 %	0.00 %	0.00 %
PER	59.60	19.87	9.72

Chiffres clés / données financières

Compte de résultat

milliers EUR	12.01	12.02	12.03	12.04	12.05
Chiffre d'affaires	7 279 000	6 617 000	5 453 000	5 281 000	5 085 000

Achats consommés	0	0	0	0	0
Frais de personnel	1 572 000	1 546 000	1 334 000	1 224 000	0
Résultat d'exploit.	16 000	351 000	-159 000	-348 000	97 000
Impôts	-94 000	66 000	142 000	56 000	49 000
Résultat net	-208 000	5 000	-1 346 000	-616 000	-615 000
RN part du groupe	-213 000	-4 000	-1 351 000	-625 000	-616 000

La société Rhodia appartient au secteur de la chimie. La nature du contrôle de cette société est principalement managériale. La structure du capital est diversifiée excepté en 2001 où le capital était encore contrôlé minoritairement. Au niveau de la structure de gouvernance, l'entreprise appartient à l'index de gouvernance g2 entre 2001 et 2003, puis à g1 en 2004, ce qui dénote un recul dans le niveau de la gouvernance. Ainsi, le nombre de critères de gouvernance qui était de 3 et 4 recule en 2004 à seulement 2 critères.

Mais certains critères caractérisent la structure de gouvernance de Rhodia dont l'unicité des droits de vote (DVU), l'indépendance (Ind_sup50) et la taille des conseils d'administration (Form_Csl). La société Rhodia est sur cette période en grande difficulté. Les performances en termes de ROE et de ROA sont négatives. Pour l'index de performance, il varie entre p1 et p4. L'intensité de l'activisme est importante, jusqu'à six différentes formes d'activisme en 2002 et cinq en 2001. En 2001, ce sont les questions de gestion et d'endettement qui préoccupe les représentants des actionnaires minoritaires, ici représenté par l'ADAM. L'ADAM qui a mené une action en justice en référé pour la mise sous séquestre des actions de la firme. Ces actionnaires minoritaires se sont organisés et ont formé une coalition qui conteste l'attribution d'un plan de stock option aux dirigeants. A côté de cela, les actionnaires salariés se sont opposés à un projet d'OPA en 2001.

En 2002, la contestation est montée d'un cran puisque des actionnaires individuels, E. Stern et H. de Lasteyrie, ont demandé la révocation du PDG J.P. Tirouflet. La résolution de révocation n'a pas été adoptée mais l'action est tout de même significative en France. A côté de cela, un taux de protestation important (20%) a été noté lors de la présentation des comptes, le programme de rachat d'actions et même les trois administrateurs présentés.

En 2003, il y a 9 résolutions qui ont été déposées contre le conseil d'administration par des actionnaires minoritaires dont la révocation des administrateurs et les plans de stock options. Une plainte est même déposée pour information trompeuse par des actionnaires, la COB est même saisie par l'ADAM pour des questions d'opérations de titres des banques.

En 2004, l'ADAM continue de soumettre des questions écrites lors l'AG de cette même année. De plus, des procédures judiciaires sont lancées conjointement en France et aux USA par des actionnaires minoritaires dans les deux pays. L'activité des actionnaires minoritaires est intense pourtant, il n'y a pas de progression dans la structure de gouvernance alors même que les performances se dégradent. Le cas Rhodia est vraiment un cas d'école pour l'activisme.

Cas Schneider Electric

Nombre de titres	: 241 433 453
Capitalisation boursière	: 25 804.41 M€
Secteur d'activité	: Composants et équipements électriques
Indice principal	: CAC AllShares
Marché	: Eurolist compartiment A
Place de cotation	: Euronext Paris (France)
Eligibilité PEA / SRD	: Oui / Oui
Dernier coupon	: 3.00 EUR (le 02/05/2007)

Actionnariat / dirigeants

1. Capital Group Intern	4.97 %
2. Caisse des Dépôts et	4.45 %
3. Salariés	3.76 %
4. Autocontrôle	3.20 %

Président du Directoire :
Monsieur Jean-Pascal Tricoire

Membre du Directoire :
Monsieur Pierre Bouchut

Activité de la société

Schneider Electric figure parmi les 1ers fabricants mondiaux d'équipements de distribution électrique basse et moyenne tension (principalement sous les marques Merlin Gerin et Square D), d'automatismes industriels et d'équipements d'énergie sécurisée. Le CA par famille de produits se répartit comme suit :
- équipements de distribution électrique (62,7%) : disjoncteurs, interrupteurs, prises, systèmes de contrôle d'éclairage et de chauffage, etc. ;
- automatismes et systèmes.

Site Web de la société : http://www.schneider-electric.com

Prévisions des analystes

	2006	2007	2008
BNA	5.90	6.68	7.52
Dividende	3.00	3.25	3.70
Rendement	2.82 %	3.06 %	3.48 %
PER	18.01	15.89	14.12

Chiffres clés / données financières

Compte de résultat

milliers EUR	12.02	12.03	12.04	12.05	12.06
Chiffre d'affaires	9 060 500	8 780 300	10 349 300	11 678 800	13 729 700
Produits des activités ordinaires	9 060 500	8 780 300	10 349 300	11 678 800	13 729 700
Résultat opérationnel	1 039 700	1 007 400	1 286 400	1 565 300	2 000 700
Coût de l'endettement financier net	0	0	-90 400	-116 100	-104 000
Quote-part résultats des Sociétés Mises en Equivalence	-28 200	-18 100	-3 600	-3 600	1 900
RN des activités abandonnées	-701 800	-354 600	0	0	0
Résultat net	446 900	454 300	858 300	1 029 500	1 346 600
Résultat net (part du groupe)	422 000	432 800	823 900	994 300	1 309 400

Le groupe Schneider Electric appartient au secteur des composants et équipements électriques. La nature de son contrôle est principalement managériale. D'ailleurs, la structure du capital est atomisée avec un flottant supérieur à 50% du capital. La structure de sa gouvernance est dans la moyenne avec un index de gouvernance g2 entre 2002 et 2004. Le nombre de critères de gouvernance était de deux en 2001 puis à partir de 2002, il est de trois critères. Les critères de gouvernance principaux sur la période sont Minf4, Ind_sup50 et Form_Csl, soit la majeure partie des critères concernant la bonne marche d'un conseil d'administration.

Au niveau de l'activisme, l'ADAM a déposé en 2001 un recours contre la décision du CMF d'avaliser l'OPE sur la parité d'échange des ADP avec Legrand. L'ADAM a adressé une lettre à la COB sur l'information donnée dans la note d'information. Cette activisme ne concerne pas une question de gouvernance en soit mais un problème d'équité et de valorisation. Il ne semble pas avoir non plus de rapport avec les performances de la société. Alors que les ROE et les ROA sont négatifs en 2001 (index de performance p2), les performances s'améliorent par la suite pour se stabiliser à l'index de performance p5.

Dans le cas de Schneider, l'activisme n'est pas à l'origine de changement dans la gouvernance mais la seule évolution dans la structure de gouvernance est le taux d'indépendance du conseil qui rentre dans les critères de l'AFG à partir de 2002.

Cas Suez

Nombre de titres	: 1 280 468 774
Capitalisation boursière	: 54 944.92 M€
Secteur d'activité	: Services multiples aux collectivités
Indice principal	: BEL20
Marché	: Eurolist compartiment A
Place de cotation	: Euronext Paris (France)
Eligibilité PEA / SRD	: Oui / Oui
Dernier coupon	: 1.20 EUR (le 07/05/2007)

Actionnariat / dirigeants

1. Groupe Bruxelles Lam	9.50 %
2. Crédit Agricole	4.58 %
3. Salariés	3.30 %
4. Caisse des Dépôts et	2.80 %
5. Areva	2.20 %
6. CNP Assurances	1.60 %
7. La Caixa	1.40 %
8. Sofina	1.10 %
9. Autocontrôle	1.00 %

Président Directeur Général :
Monsieur Gérard Mestrallet

Directeur Général :
Monsieur Jean-Pierre Hansen
Monsieur Gérard Lamarche

Activité de la société

Suez est spécialisé dans la production d'électricité et de gaz et dans les prestations de services associés. Le groupe est également le n° 2 européen des prestations de services à l'environnement. Le CA par activité se répartit comme suit :
- production, transmission et distribution d'électricité et de gaz (48,4%) : activité menée en Europe (70,7% du CA ; 145,3 TWh d'électricité vendues en 2005) et à l'international (29,3% ; notamment Etats-Unis,

Brésil, Chili, Thaïlande et Moyen Orient.

Site Web de la société : http://www.suez.com

Prévisions des analystes

	2006	2007	2008
BNA	2.20	2.43	2.65
Dividende	1.20	1.32	1.45
Rendement	2.79 %	3.07 %	3.38 %
PER	19.50	17.67	16.25

Chiffres clés / données financières

Compte de résultat

milliers EUR	12.02	12.03	12.04	12.05	12.06
Chiffre d'affaires	46 089 800	39 621 800	38 057 700	41 488 900	44 289 200
Produits des activités ordinaires	48 163 400	41 110 200	39 213 200	42 446 800	45 208 800
Résultat opérationnel	3 707 600	3 204 900	3 539 600	4 521 600	5 367 600
Coût de l'endettement financier net	0	0	-957 000	-800 200	-830 200
Quote-part résultats des Sociétés Mises en Equivalence	51 400	165 700	276 900	565 500	372 700
RN des activités abandonnées	-2 166 300	-2 490 600	716 400	0	0
Résultat net	-40 400	-1 254 700	2 527 800	3 776 500	4 194 200
Résultat net (part du groupe)	-862 500	-2 165 200	1 696 400	2 512 700	3 606 300

La société Suez appartient au secteur des services multiples aux collectivités. La nature du contrôle est managériale, aucun groupe d'actionnaires ne détient une part de capital ou des droits de vote assez substantiel pour contrôler étroitement la firme. La structure de gouvernance progresse de l'index de gouvernance g1 à g2. Le nombre de critères de gouvernance augmente de 2 à 4 critères sur la période. Seuls trois critères peuvent être considérés comme récurrents sur la période, ce sont Minf4, DR et Form_Csl.

L'activisme ne concerne que l'année 2004 où des actionnaires minoritaires sont mécontents de la stratégie de l'entreprise et le signal aux dirigeants. Les améliorations dans la structure de gouvernance ne semblent pas avoir été influencées par cet activisme. L'amélioration du taux d'indépendance du conseil d'administration à partir de 2003 est probablement plus affecté par la dégradation de la performance entre 2002 et 2003 où l'index de performance passe de p6 en 2001 à p3 puis p2 en 2002 et 2003.

Cas Thalès

Nombre de titres	: 197 006 808
Capitalisation boursière	: 8 944.11 M€
Secteur d'activité	: Défense
Indice principal	: CAC AllShares
Marché	: Eurolist compartiment A
Place de cotation	: Euronext Paris (France)
Eligibilité PEA / SRD	: Oui / Oui
Dernier coupon	: 0.83 EUR (le 31/05/2006)

Actionnariat / dirigeants

1. Etat Français	27.29 %
2. Alcatel Participatio	20.94 %
3. Groupe Industriel Ma	5.13 %
4. Capital Group Intern	4.89 %
5. Salariés	3.94 %
6. Autocontrôle	1.67 %

Président Directeur Général :
Monsieur Denis Ranque

Directeur Général :
Monsieur Olivier Houssin

Activité de la société

Thales figure parmi les leaders européens de la fabrication et de la commercialisation d'équipements et de systèmes électroniques destinés aux secteurs aéronautique, naval et de la défense. Le CA par famille de produits et services se répartit comme suit :
- systèmes terrestres et interarmées (23,6%) : équipements de communication et de commandement, radios tactiques, équipements optroniques, etc. ;
- systèmes aéronautiques (22,5%) : équipements d'avionique (n° 1 européen)

Site Web de la société : http://www.thalesgroup.com

Prévisions des analystes

	2006	2007	2008
BNA	2.26	2.88	3.31
Dividende	0.87	1.02	1.06
Rendement	1.96 %	2.29 %	2.38 %
PER	19.68	15.41	13.44

Chiffres clés / données financières

Compte de résultat

milliers EUR	12.01	12.02	12.03	12.04	12.05
Chiffre d'affaires	10 268 000	11 105 100	10 569 400	10 282 800	10 263 200
Produits des activités ordinaires	10 268 000	11 105 100	10 569 400	10 282 800	10 263 200
Résultat opérationnel	667 200	596 900	697 900	570 900	549 100
Coût de l'endettement financier net	0	0	0	-84 600	-82 800
Quote-part résultats des Sociétés Mises en Equivalence	32 200	29 200	18 200	10 300	7 900
RN des activités abandonnées	-773 800	-265 700	-451 800	0	0
Résultat net	-362 000	114 200	124 800	340 800	343 100
Résultat net (part du groupe)	-366 200	111 100	112 400	325 500	333 900

La société Thalès appartient au secteur de la défense. La nature du contrôle de la société est principalement managériale. Mais la structure de contrôle du capital est étroitement détenue par le secteur public, cependant à partir de 2002, le capital public dépasse les 50%. La structure de gouvernance est stable sur la période appartenant à l'index de gouvernance g1. Le nombre de

critères de gouvernance respectés est de deux sur toute la période, ces deux critères sont A_OPA et Form_Csl. Les performances de la firme sont assez stables après avoir été négatives en 2001 où l'index de performance est égal à p1. Ensuite, l'index de performance se stabilise à p5 mais en valeur les ROE et les ROA progressent de 2002 à 2004.

L'activisme est dû à l'APAT (l'association du personnel actionnaire de Thalès) contre un projet de fusion. Cependant, il n'y a aucune modification de la structure de gouvernance à la suite de cette intervention.

Cas Thomson

Nombre de titres	: 273 871 296
Capitalisation boursière	: 3 968.40 M€
Secteur d'activité	: Audiovisuel et divertissements
Indice principal	: CAC AllShares
Marché	: Eurolist compartiment A
Place de cotation	: Euronext Paris (France)
Eligibilité PEA / SRD	: Oui / Oui
Dernier coupon	: 0.30 EUR (le 11/07/2006)

Actionnariat / dirigeants

1. Franklin Resources	10.07 %
2. Dodge & Cox	10.00 %
3. Autocontrôle	5.64 %
4. Brandes Investment P	5.19 %
5. Société Générale	3.57 %
6. Salariés	2.81 %
7. TSA	1.93 %
8. Microsoft	0.62 %

Président Directeur Général :
Monsieur Frank Dangeard

Directeur Général Adjoint :
Monsieur Jacques Dunogué
Monsieur Jean-Charles Hourcade
Monsieur Lanny Raimondo
Monsieur Didier Trutt
Monsieur Julian Waldron

Activité de la société

Thomson figure parmi les 1ers fournisseurs mondiaux de services et d'équipements destinés à l'industrie des médias et du divertissement. Le groupe commercialise ses produits sous les marques Thomson, Technicolor, Grass Valley et RCA. Le CA par famille de produits et services se répartit comme suit :
- services de préparation et de distribution de contenus (43,7%) : services de reproduction de DVD et de cassettes VHS, de traitement des bobines de pellicule (utilisées pour la projection)

Site Web de la société : http://www.thomson.net

Prévisions des analystes

	2006	2007	2008
BNA	0.63	0.95	1.32
Dividende	0.33	0.34	0.37
Rendement	2.30 %	2.37 %	2.56 %
PER	22.64	15.13	10.88

Chiffres clés / données financières

Compte de résultat

milliers EUR	12.02	12.03	12.04	12.05	12.06
Chiffre d'affaires	10 187 000	8 459 000	6 036 000	5 691 000	5 854 000

Produits des activités ordinaires	10 187 000	8 459 000	6 036 000	5 691 000	5 854 000
Résultat opérationnel	718 000	508 000	-419 000	-465 000	479 000
Coût de l'endettement financier net	0	0	-2 000	-78 000	-89 000
Quote-part résultats des Sociétés Mises en Equivalence	0	-7 000	-20 000	-82 000	-86 000
RN des activités abandonnées	-174 000	-325 000	0	0	-138 000
Résultat net	360 000	34 000	-561 000	-573 000	55 000
Résultat net (part du groupe)	373 000	26 000	-559 000	-574 000	55 000

La société Thomson appartient au secteur de l'audiovisuel et du divertissement. La nature du contrôle est managériale et après avoir été contrôlé étroitement en 2001, son capital se trouve plus diversifié à partir de 2002 où le capital flottant est supérieur à 50%. Au niveau de la structure de gouvernance, le nombre de critères de gouvernance augmente de un à quatre critères. L'index de gouvernance passe de g1 à g2 sur la période. Les critères qui caractérisent la structure de gouvernance sont les critères DVU et Form_Csl.

Quant aux performances de la société sur la période, elles sont décroissantes passant l'index de performance p5 à p1, ce qui est une nette dégradation en 2004. La contestation des actionnaires minoritaires correspond à l'année où les performances sont les plus mauvaises. L'objet de cet activisme est un problème d'acompte sur dividende ce qui ne correspond pas à des problèmes de gouvernance. Les modifications dans la structure de gouvernance ne sont pas dues à l'activisme mais plus vraisemblablement aux mauvaises performances puisque les critères Minf4 et Ind_sup50 apparaissent justement l'année où les performances se dégradent soit en 2003.

Cas Valeo

Nombre de titres	: 77 580 617
Capitalisation boursière	: 3 198.65 M€
Secteur d'activité	: Pièces détachées d'automobiles
Indice principal	: CAC AllShares
Marché	: Eurolist compartiment A
Place de cotation	: Euronext Paris (France)
Eligibilité PEA / SRD	: Oui / Oui
Dernier coupon	: 1.10 EUR (le 01/06/2006)

Actionnariat / dirigeants

1. Pardus European Spec	12.37 %
2. Franklin Resources	10.74 %
3. Caisse des Dépôts et	6.53 %
4. Boston Company	5.32 %
5. Brandes Investment P	4.60 %
6. Société Générale	2.36 %
7. Wendel Investissemen	1.31 %
8. Autocontrôle	1.04 %

Président Directeur Général :
Monsieur Thierry Morin

Finances :

Activité de la société

Valeo figure parmi les leaders mondiaux de la conception, de la

fabrication et de la commercialisation d'équipements automobiles. Le CA par famille de produits se répartit comme suit :
- équipements électriques et électroniques (59,3%) : équipements d'éclairage et de signalisation (feux, projecteurs antibrouillard, etc.), systèmes d'essuyage, de commutation et de détection, systèmes électriques (démarreurs, alternateurs, etc.), moteurs et actionneurs, systèmes de distribution électrique.

Site Web de la société : http://www.valeo.com

Monsieur Vincent Marcel

Prévisions des analystes

	2006	2007	2008
BNA	2.10	2.02	2.58
Dividende	1.10	1.20	1.30
Rendement	2.71 %	2.95 %	3.19 %
PER	19.35	20.10	15.75

Chiffres clés / données financières

Compte de résultat

Milliers EUR	12.01	12.02	12.03	12.04	12.05
Chiffre d'affaires	10 234 000	9 803 000	9 234 000	9 439 000	9 933 000
Achats consommés	0	0	0	0	0
Frais de personnel	2 601 000	2 430 000	2 283 000	2 277 000	2 320 000
Résultat d'exploit.	388 000	487 000	465 000	458 000	307 000
Impôts	42 000	106 000	55 000	15 000	60 000
Résultat net	-575 000	157 000	199 000	181 000	147 000
RN part du groupe	-591 000	135 000	181 000	150 000	141 000

La société Valeo est un équipementier automobile. La nature du contrôle est principalement managériale. La structure de capital est en 2001 contrôlée minoritairement, puis l'actionnariat devient plus éclaté avec le désengagement d'un des fonds d'investissement, le groupe Wendel Investissement. Le capital public a toujours été important dans cette société, il varie entre 62% et 72% sur la période de l'analyse. Au niveau de la structure de gouvernance, l'index de gouvernance progresse de g1 à g2. Le nombre de critères de gouvernance respectés passe de deux à quatre critères. Mais, l'augmentation du nombre de critères cache un recul dans la gouvernance d'après les recommandations de l'AFG, puisque la structure duale des organes de direction est abandonnée en 2003. En même temps, la mise en place des trois comités spécialisés et la mise en conformité de la durée des mandats des administrateurs ont été effectuées en 2003 et 2004. De même, le taux d'indépendance du conseil d'administration devient supérieur à 50% à partir de 2003. Le critère Form_Csl est le seul critère de gouvernance récurrent sur la période de l'échantillon. Les performances en termes de ROE et de ROA sont négatives en 2001. Cependant, les performances remontent pour rester à l'index de performance p5 entre 2002 et 2004.

L'activisme apparaît en 2002, elle concerne le refus de voter une autorisation d'augmentation de capital en période d'offre par les actionnaires. En plus, les actionnaires ont refusé une autorisation d'augmentation de capital pour les salariés.

Toutes les améliorations en matière de gouvernance apparaissent l'année suivant l'activisme. La plupart d'entre elles concernent l'organisation du conseil d'administration exceptée pour la séparation en directoire et conseil de surveillance. L'activisme n'a pas d'incidence directe sur les applications des règles de bonnes pratiques. Les changements ont été effectués dans un conteste de performances moyennes sur la période.

Cas Vivendi Universal

Nombre de titres	: 1 155 733 347
Capitalisation boursière	: 36 948.80 M€
Secteur d'activité	: Audiovisuel et divertissements
Indice principal	: CAC AllShares
Marché	: Eurolist compartiment A
Place de cotation	: Euronext Paris (France)
Eligibilité PEA / SRD	: Oui / Oui
Dernier coupon	: 1.20 EUR (le 26/04/2007)

Actionnariat / dirigeants

1. Natixis	5.12 %
2. Capital Research and	5.06 %
3. UBS Warburg	2.38 %
4. Caisse des Dépôts et	2.33 %
5. Caisse Nationale d'E	2.14 %
6. Société Générale	1.81 %
7. Scotiabank	1.30 %
8. Sebastian Holdings	1.19 %
9. Salariés	1.01 %
10. Autocontrôle	0.22 %

Président du Directoire :
Monsieur Jean-Bernard Lévy

Membre du Directoire :
Monsieur Jacques Espinasse
Monsieur René Pénisson

Activité de la société

Vivendi (ex Vivendi Universal) figure parmi les 1ers groupes mondiaux de télécommunications et de médias. Le CA par secteur d'activité se répartit comme suit :
- télécommunications (54%) : activités de téléphonie mobile assurées au travers de SFR (82,5% du CA ; 2e opérateur français), de téléphonie fixe, mobile et d'accès à Internet assurées par Maroc Telecom (17,5% ; n° 1 marocain) ;
- médias (45,7%) : édition et distribution musicale (54,8% du CA ; n° 1 mondial).

Site Web de la société : http://www.vivendi.com

Prévisions des analystes

	2006	2007	2008
BNA	2.25	2.37	2.68
Dividende	1.20	1.25	1.41
Rendement	3.84 %	4.00 %	4.51 %
PER	13.88	13.18	11.65

Chiffres clés / données financières

Compte de résultat					
milliers EUR	**12.02**	**12.03**	**12.04**	**12.05**	**12.06**
Chiffre d'affaires	58 150 000	25 482 000	17 883 000	19 484 000	20 044 000
Produits des activités ordinaires	58 150 000	25 482 000	17 883 000	19 484 000	20 044 000
Résultat opérationnel	3 788 000	3 309 000	3 208 000	3 576 000	4 147 000
Coût de l'endettement financier net	0	0	-406 000	-218 000	-203 000
Quote-part résultats des Sociétés Mises en Equivalence	-277 000	72 000	221 000	326 000	337 000
RN des activités abandonnées	-18 670 000	-2 513 000	777 000	92 000	0
Résultat net	-22 547 000	69 000	4 823 000	4 266 000	5 193 000
Résultat net (part du groupe)	-23 301 000	-1 143 000	3 767 000	3 154 000	4 033 000

Le cas de Vivendi a été très médiatisé autour de son PDG, Jean-Marie Messier et de ses déboires avec la justice. Ce groupe a vraiment focalisé l'attention des médias et de la presse spécialisée sur la période. La nature du contrôle de cette firme est principalement managériale et la structure du capital est diversifiée avec un flottant supérieur à 50%. Cependant, il y a des actionnaires de référence importants mais pas assez suffisamment pour contrôler étroitement les agissements de la direction. Pourtant lorsque la structure de gouvernance est analysée, elle respecte un grand nombre de critères de gouvernance. La firme passe de l'index de gouvernance g2 en 2001 à g3 de 2002 à 2004. Il y a 6 critères de gouvernance de 2002 à 2004. Mais, seuls cinq critères de gouvernance sont récurrents. Les critères DVU, ARS, Minf4, Ind_sup50 et Form_Csl sont suivis pratiquement sur l'ensemble de la période. Ce sont d'une certaine manière les principaux critères que l'on retrouve dans la majeure partie des recommandations en matière de bonne gouvernance.

Comme il a été souligné, cette entreprise a rencontré de grandes difficultés financières. En 2001 et 2002, la firme appartient à l'index de performance p1, les ROE et les ROA sont nettement négatifs. L'activisme est très important entre 2001 et 2004, chaque année connaît son lot de contestation de la part d'actionnaires mécontents. En 2001, les actionnaires minoritaires ont demandé un rapport spécial sur les risques hors bilan. L'ADAM a contesté le plan de stock options accordé aux dirigeants et s'est interrogé, comme le fond DWS Invest, sur la clause d'ajustement des droits de vote. En 2002, c'est l'APPAC qui réclama le dépôt de bilan de la société, allant jusqu'à déposer une plainte avec l'ouverture d'une information judiciaire par le Parquet de Paris. Cette même association a réclamé une AG extraordinaire. L'ADAM a demandé une expertise au tribunal de commerce. En 2003, une class action a été entamée aux Etats-Unis

avec le concours de l'ADAM, une manière détournée de mener une procédure collective contre la société car en France, cette procédure n'est pas autorisée.

En 2004, trois associations d'actionnaires minoritaires (APPAC, ADAM et ADISAGV) s'étaient regroupées pour centraliser les plaintes, ceci à la suite d'une plainte contre X déposée à l'origine par l'APPAC auprès du Tribunal de Commerce de Paris.

Au vu de la permanence de l'activisme sur la période, il est difficile de voir les relations entre activisme et gouvernance. Mais à partir de 2002, des comités spécialisés sont mis en place et la taille du conseil d'administration rentre dans les normes de l'AFG. A l'inverse, les autorisations d'augmentations de capital en période d'offre et sans DPS sont remises en place à partir de 2003 alors qu'elles n'existaient pas en 2001 et 2002.

A l'issue du chapitre 3, les études de cas ont situé le contexte de l'activisme. Même si les raisons divergent, les actionnaires minoritaires empruntent des moyens similaires. Le processus de contestation est graduel. Face à la fronde de leurs actionnaires, les dirigeants de sociétés cotées ont des réactions diverses. La façon dont ils réagissent peut avoir deux interprétations. Dans le cas où la structure de gouvernance recule, les firmes ont un réflexe d'autodéfense en adoptant des statuts protectionnistes les dispensant de s'en remettre au jugement du marché. En fonction de la part de capital détenu et donc des droits de vote, la coalition de contrôle peut maintenir sa position au détriment des autres propriétaires. A l'inverse, les sociétés peuvent aussi se conformer aux exigences des actionnaires contestataires et émettre ainsi un signal positif au marché. L'adoption de règles de bonne gouvernance n'offre pas la garantie d'une performance supérieure mais conforte les investisseurs dans l'idée qu'ils seront traités de manière équitable.

Le choix d'un index de gouvernance de 10 critères est un compromis entre différentes méthodologies suivies. Cette étude est surtout inspirée par les rapports annuels du cabinet Proxinvest. L'analyse de la presse sur la période a permis de relever les actions menées par les actionnaires minoritaires les plus médiatiques. Les résultats de l'activisme actionnarial sont différents d'une année sur l'autre. Cependant, le nombre d'évènements liés à l'activisme actionnarial croît sur la période, ce qui correspond à l'étude 2006 de Proxinvest qui relève un taux de contestation de 6,5%[45]. L'intervention en AG reste la première forme d'activisme de la part des actionnaires. Les modes d'expression de l'activisme sont différents en fonction du nombre de critères de gouvernance suivis. Certains thèmes ne touchent pas certaines catégories d'index de gouvernance. L'index de gouvernance g3 qui correspond aux firmes les mieux gouvernées ne sont jamais concernées par des problèmes liés à une OPA, à la distribution de dividendes ou aux mauvais résultats durant cette période. Par conséquent, d'après cette analyse descriptive, les firmes respectant un bon nombre de critères de gouvernance éveille moins la contestation des actionnaires. Les tests de corrélation entre les différents critères de gouvernance montrent qu'il existe une forme de cheminement dans l'adoption de critères. Il serait presque possible de parler de mise en place de grappes de critères lorsqu'un des thèmes de la gouvernance cherche à être abordé. Mais à l'inverse, en fonction de l'échantillon de firmes retenues (firmes ayant subies ou non de l'activisme), il existe des corrélations négatives entre critères de

[45] Cf. Etude Proxinvest 2006, « Les assemblées générales 2005 des sociétés cotées »

gouvernance comme si pour un critère adopté en faveur des actionnaires par les dirigeants ou l'actionnaire de contrôle, un autre était retiré afin de conserver leur pouvoir.

En outre, l'étude approfondie des firmes ciblées permet de les comparer à celles n'ayant connues aucunes formes d'activisme. La comparaison des deux va permettre de comprendre si les entreprises non touchées ont systématiquement un meilleur degré de gouvernance ou si d'autres facteurs rentrent en considération. La question de la bonne gouvernance est la question centrale. Est-il possible de détecter les firmes les plus susceptibles de subir de l'activisme ?

D'après les caractéristiques des firmes, un ensemble d'hypothèses vont être tester selon les méthodes statistiques courantes afin de répondre à la problématique centrale qui est la question de l'existence d'un lien entre mauvaise gouvernance et activisme des actionnaires minoritaires.

H1 : Le niveau de performance, mesuré par le ROE (en valeur continu ou en classe), a un impact négatif sur la probabilité d'occurrence de l'activisme des actionnaires. En d'autres termes, moins une entreprise est performante et plus elle a de chances de provoquer de l'activisme.

H2 : Le niveau de respect des critères de bonne gouvernance est corrélé négativement avec la probabilité d'occurrence de l'activisme. En d'autres termes, lorsque le nombre de critères de gouvernance respectés augmente l'activisme diminue.

H3 : La structure du contrôle a un impact sur l'activisme. Plus une firme a un capital concentré et moins elle a de chances de subir de l'activisme. Le degré de contrôle d'une firme est corrélé négativement à l'activisme.

H4 : La nature du contrôle a un impact sur l'activisme. Le caractère managérial est corrélé positivement à la probabilité d'occurrence de l'activisme.

Chapitre 4 : Analyse et descriptifs des résultats de l'activisme sur les firmes de l'échantillon

L'exercice du droit de vote est au centre du système de gouvernance. L'existence de ce mode de prise de décision implique l'idée que les actionnaires sont à même de décider de manière rationnelle sur les matières qui le considère mais aussi celui de l'ensemble des actionnaires. Toute la problématique du vote est prise en compte grâce à une enquête de l'AMF sur les pratiques du vote. Pour le bon fonctionnement du circuit de vote, la circulation de l'information doit aussi être favorisée par les institutions. Les droits des actionnaires ne doivent pas non plus bloquer les prises de décisions difficiles mais indispensables pour les sociétés.

L'arbitrage pour les pouvoirs publics réside justement dans cet équilibre. Les abus de majorité mais aussi de minorité sont sanctionnés par la loi. C'est donc par rapport à toutes ces obligations que les critères de gouvernance doivent être testés pour la relation empirique entre l'activisme et la structure de gouvernance. Permettent-ils de répondre au mieux à ces obligations ? Le niveau de respect de ces critères en France est-il suffisant pour amoindrir les conflits potentiels entre actionnaires minoritaires et dirigeants ?

L'ensemble des critères de gouvernance qui ont été évoqués précédemment est analysé dans ce chapitre. Les critères identifiés concernant les conseils d'administration comme la durée des mandats d'administrateurs, la taille des conseils d'administration, les taux d'indépendance sont des éléments clés de la gouvernance. Les résultats constituent une cartographie de la gouvernance en France. La répartition de l'actionnariat a longtemps été un objet d'étude important, c'est pourquoi la répartition des données structurelles des firmes de l'échantillon est prise en compte à côté des données sur la gouvernance. La question est de savoir s'il existe une relation entre ces différents éléments. La méthodologie traditionnelle est employée entre les résultats descriptifs, les tests de corrélation et les tests de régressions. La performance n'est pas l'objet central de l'étude, mais elle reste une cause majeure de l'activisme actionnarial, et donc ne peut être mise de côté.

Le résultat principal de l'ensemble de cette étude est le modèle de régression concernant la probabilité d'occurrence de l'activisme actionnarial par rapport à l'ensemble des éléments retenus constituant la structure de gouvernance. La première section est consacrée aux caractéristiques des droits de vote en France, la seconde au descriptif des résultats relatifs aux éléments de la gouvernance retenue.

I- Les caractéristiques de l'exercice des droits de vote en France

Les droits de vote sont surtout importants lors des assemblées générales annuelles. La tenue de ces dernières comprend toute une logistique et tout un processus légal complexe qui peut être une barrière à l'exercice des pouvoirs de l'actionnaire, surtout minoritaires.

1. Description du processus de vote

Différentes enquêtes des organismes de prescription en matière de gouvernance ont relevé la faiblesse de la représentativité des assemblées générales. La législation relative à leurs tenues a une influence sur la participation.

1.1. La tenue d'une assemblée générale (AG)

En France, le vote des actionnaires en assemblée générale s'effectue dans un cadre législatif et réglementaire précis qui vise à marquer la qualité et la sécurité juridique des décisions de l'assemblée générale. Car les pouvoirs délibérants et décisionnels sont étendus dans les AG. Mais une trop grande rigueur nuie à l'exercice réel des droits de vote. Les contraintes administratives dissuadent une grande partie des actionnaires de participer à un évènement qui leur est dédié. D'après une enquête conjointe de l'AMF-AFEP-ESSEC portant sur 44 sociétés du SBF 120, le taux de participation des sociétés de l'échantillon est de 53% (47% pour les sociétés du CAC 40) pour les votes exprimés en nombre d'actions et de 60% pour les votes exprimés en droit de vote.

Dans les autres pays européens, le Royaume-Uni et l'Allemagne ont des taux de participations des actionnaires aux assemblées générales comparable à la France avec 47% pour les sociétés du DAX (Source Rapport Proxinvest 2005) et 57% pour celles du FTSE 250 (Source Manifest). Aux Etats-Unis et au Japon, les taux de comparaison sont beaucoup plus élevés, respectivement de 80% et de 83%. Ces taux de participation tiennent à la fois à la législation et aux pratiques de marché. La législation américaine comprend des dispositifs d'incitation à voter pour les fonds de pension et les mutual funds. La loi impose aux sociétés américaines de prendre

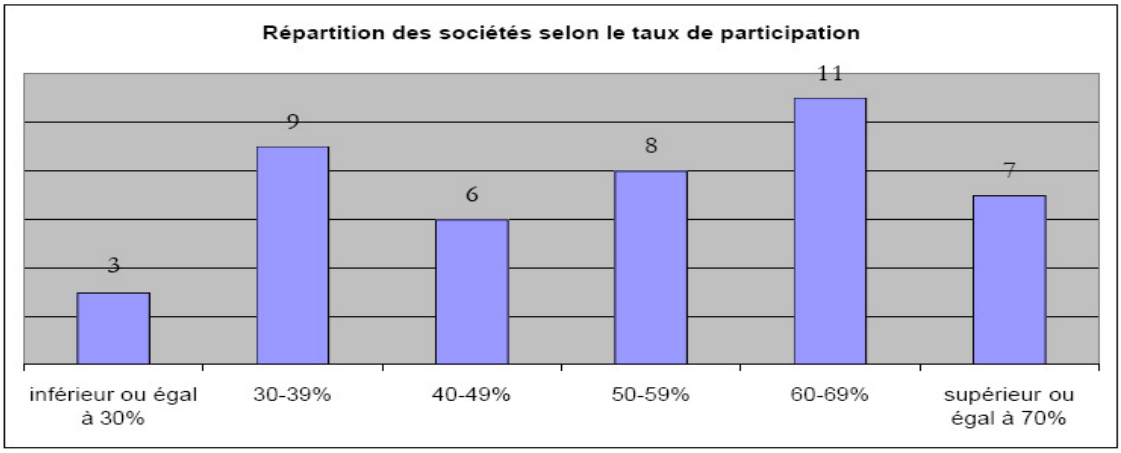
en charge financièrement le processus de vote, ce qui incite les intermédiaires financiers à être actifs dans la collecte des formulaires de vote. Les conventions de compte-titres prévoient que le vote soit exercé par l'intermédiaire financier lui-même, d'où des taux de participation très élevés. Au Japon, les AG se tiennent durant une même semaine du mois de juin pour la majorité des grandes sociétés ce qui conduit les intermédiaires financiers à adopter des démarches de standardisations et de systématiser les votes afin de respecter les délais de communication de vote.

En France, les sociétés ont du mal à réunir les quorums requis à la première convocation. L'assemblée est souvent tenue sur 2ème convocation justement car les conditions requises en terme de quorum sont plus faibles. De plus, les quorums requis par la loi varient selon la nature de l'assemblée (ordinaire, extraordinaire, mixte). Les raisons invoquées de ces difficultés sont :

- Un délai de convocation trop court
- L'exigence d'un quorum en 1ère convocation trop élevé
- Une mauvaise diffusion de la documentation de vote transitant par le réseau bancaire

La loi pour la confiance et la modernisation de l'économie (2005) dite aussi loi Breton a abaissée les critères de convocations. Pour les AGE, 1/4 des droits de vote en 1ère convocation et 1/5 en 2nde. Pour les AG ordinaires, 1/5 des droits de vote en 1ère convocation et aucun quorum n'est exigé en 2nde convocation.

Le quorum moyen constaté pour les assemblées générales de l'année 2004 est de 53% sur un échantillon de 44 sociétés cotées du SBF 120. Pour les sociétés du CAC 40, le taux moyen de participation est de 47%.



Une analyse de la structure de l'actionnariat des 44 sociétés montre une corrélation entre le flottant et le montant du quorum obtenu : plus le flottant est important, plus le quorum est difficile à obtenir.

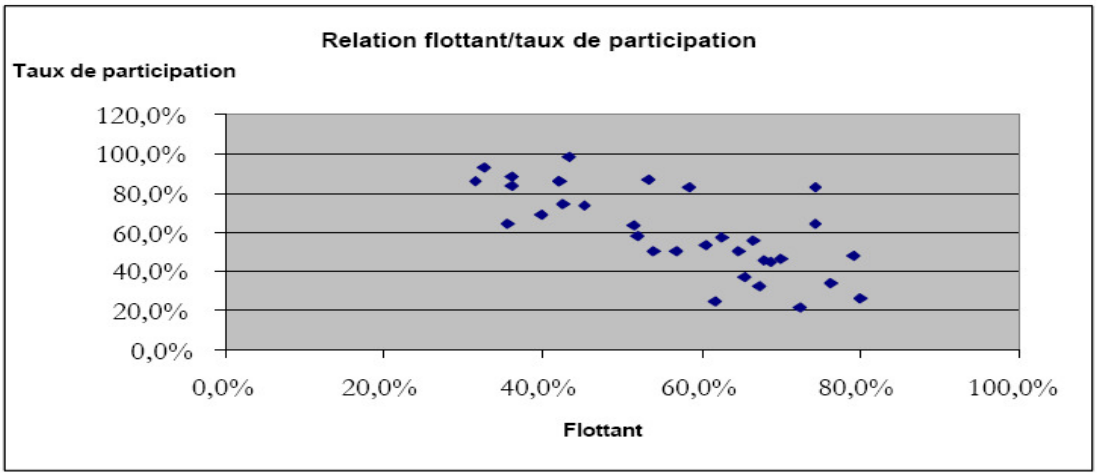


Figure 2 : Participation aux AG. Source AMF-AFEP-ESSEC : Les quorums en 2004

La relation entre flottant et le taux de participation (***Figure 2***) confirme l'idée que, la dispersion de la propriété d'une firme a une influence importante sur sa gouvernance. La mobilisation de l'actionnariat s'en trouve affecté. Mais à l'inverse, il est aussi possible que le flottant constitue une réserve de pouvoir importante en terme de droits de vote pour les initiateurs d'une campagne d'activisme. C'est pour cette raison que les campagnes menées pour soutenir ou rejeter des projets de résolution font l'objet d'un long processus de mobilisation de l'actionnariat comme sur le modèle d'une campagne électorale. Mais le problème pour les sociétés cotées réside dans la difficulté d'identifier la nature de ses actionnaires.

Mode de participation aux assemblées générales

Sur les 44 sociétés du SBF 120 pour l'année 2004, la répartition des modes de participation est la suivante :

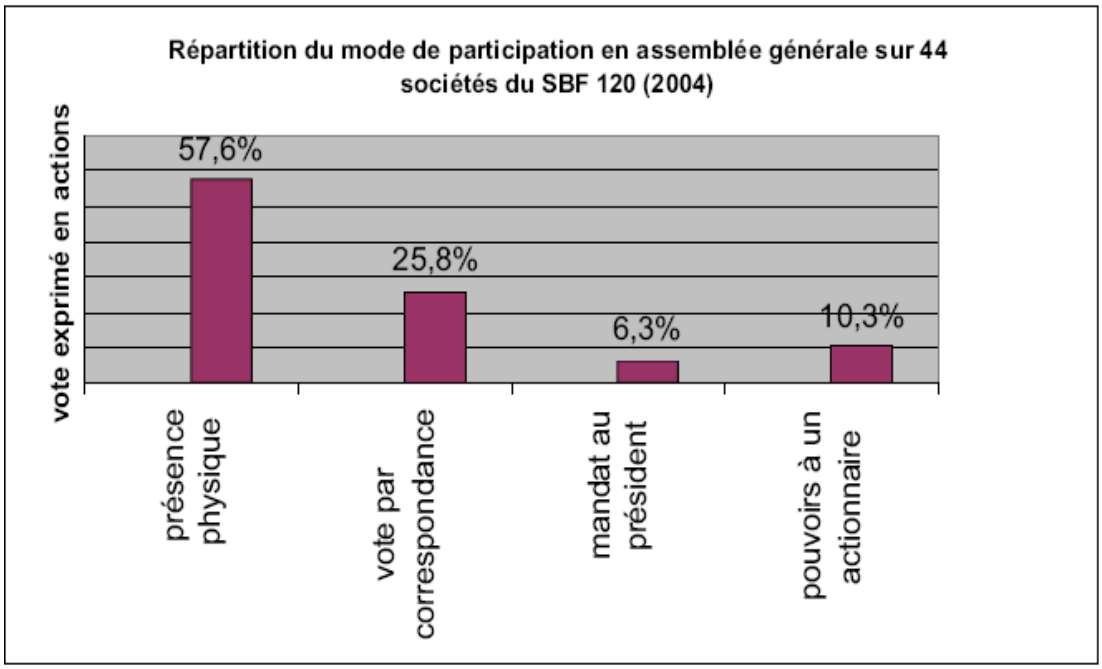


Figure 3 : Histogramme de la répartition du mode de participation en AG. Source AMF-AFEP-ESSEC

La participation physique constitue la majorité du mode de participation en assemblée. Toutefois, il convient de relativiser ce chiffre dans la mesure où ce sont les actionnaires de référence qui constituent l'essentiel de la participation physique, les actionnaires physiques individuels (*« le poids de salle »*) ne représentant qu'une part très faible. Il faut aussi noter que l'existence de droit de vote double fausse les données réelles de participation, un fait qu'avait déjà épingler le cabinet Proxinvest dans son rapport 2003 sur la gouvernance des entreprises cotées en France.

Le vote par mandat donné au président constitue une part assez faible avec 6,3%. Il convient d'indiquer que même si dans certaines sociétés elles constituent une part non négligeable des votes, le groupe de travail a constaté que les mandats au président avaient baissé en 2004 en faveur de vote exercé par correspondance qui semble avoir corrélativement augmenté.

Le vote par correspondance constitue un peu plus d'un quart de la participation. Compte tenu des obstacles juridiques et techniques sur le vote électronique à distance, le support papier reste exclusivement utilisé. C'est sûrement à ce niveau que la législation doit faciliter et améliorer l'accès au vote à distance. Ce mode de participation constitue la plus grande marge de démocratie actionnariale en France et dans de nombreux pays. L'enjeu est de taille, puisque la création d'un actionnariat individuel important est subordonnée à l'existence d'un système de vote à distance efficient.

1.2. L'actionnaire minoritaire au centre des préoccupations

Avant d'aller devant les tribunaux, les actionnaires disposent statutairement de recours face à la direction afin de faire valoir leurs droits de propriétaire. La nomination d'experts est un moyen de légitimer leurs revendications et de régler les conflits.

1.2.1. Les droits dont disposent les actionnaires en France

Ces droits ont pour but de protéger les actionnaires minoritaires grâce à un dispositif légal. Ce dispositif est aujourd'hui constitué d'une batterie de mesures qui permettent aux actionnaires minoritaires de faire entendre leur voix auprès des dirigeants de l'entreprise, notamment :

- Le droit pour tout actionnaire de participer aux assemblées générales.
- Le droit de se faire communiquer des informations sur la société, soit à l'occasion d'une assemblée générale soit en dehors de toute réunion.
- Le droit pour tout actionnaire représentant 5 % du capital si celui-ci est de au plus égal à 750.000 euros (pourcentage moindre si le capital est supérieur) de demander l'inscription d'un projet de résolution à l'ordre du jour de l'assemblée.
- Le droit de poser des questions écrites avant une assemblée.
- Le droit d'intenter individuellement une action en responsabilité contre les dirigeants.
- Le droit de demander la récusation en justice du commissaire aux comptes si les demandeurs représentent au moins 5 % du capital.

Ces mesures paraissent parfois bien légères pour ébranler un management en place et en tout cas souvent inefficaces pour amener un groupe d'actionnaires minoritaires à faire entendre sa différence auprès des dirigeants. Ainsi, le droit d'information ne porte que sur des sujets très généraux tels que la liste des actionnaires, les statuts, les comptes sociaux, les rapports des commissaires aux comptes, etc… Dès qu'il s'agit de recueillir des informations plus précises sur une opération particulière, les dirigeants peuvent se retrancher derrière les limites strictes que la loi a fixées au droit de communication et d'information des actionnaires. Aussi voit-on se développer la mise en œuvre de mesures d'expertise que les minoritaires utilisent soit pour se faire confirmer la régularité de certaines décisions de gestion des dirigeants, soit pour se ménager des preuves préalablement à l'engagement de procédures judiciaires à l'encontre des dirigeants.

1.2.2. L'expertise de gestion

Cette mesure est réglementée par les dispositions de l'article L 225-231 du nouveau code de commerce. Elle permet à des actionnaires représentant 5 % du capital social de demander en référé la désignation d'un ou plusieurs experts chargés de présenter un rapport sur une ou plusieurs opérations de gestion déterminées. La loi NRE du 15 mai 2001 a créé une étape préalable : celle d'avoir d'abord posé des questions au président de la société. Ce n'est qu'en l'absence de réponse ou de réponse jugée insatisfaisante que les actionnaires pourront alors demander la désignation d'un expert. Bien sûr, le seuil de 5 % est difficilement atteignable dans une société cotée. En revanche, dans une société non cotée, cette mesure offre aux minoritaires un réel moyen de se faire une opinion objective sur certaines opérations de gestion suscitant leurs doutes. Pour être recevable, la demande d'expertise doit porter sur une ou des opérations de gestion précisément identifiées dans la requête. En d'autres termes, elle ne peut pas porter sur la gestion en général de l'équipe dirigeante. Une fois nommée, l'expert établit un rapport sur l'opération visée. Si ce rapport fait ressortir des dysfonctionnements ou des éléments exorbitants une gestion normale que les minoritaires pourront engager l'étape judiciaire suivante consistant à mettre en cause la responsabilité des dirigeants. Le rapport de l'expert de minorité constituera un élément à charge contre les dirigeants auquel ces derniers devront alors apporter la contradiction.

1.2.3. L'expertise judiciaire

L'expertise de gestion peut parfois être impossible à mettre en œuvre. C'est notamment le cas lorsque les minoritaires ne disposent pas des 5 % du capital. L'expertise judiciaire traditionnelle est prévue par l'article 145 du nouveau code de procédure civile (NCPC) qui dispose que tout intéressé peut demander des mesures d'instruction par voie de requête ou de référé s'il existe un motif légitime de conserver ou d'établir avant tout procès la preuve de faits dont pourrait dépendre la solution d'un litige. Le fait que " tout intéressé " puisse engager une telle procédure règle le problème de seuil de 5 %[46].

1.3. Les différentes formes d'abus de droit

Le problème de la protection des actionnaires minoritaires est liée à la reconnaissance de la primauté du vote majoritaire. Leurs intérêts doivent être préservés des abus de la majorité. Mais les majoritaires ne doivent pas non plus être entravés dans l'exercice de leurs droits par un abus de minorité.

1.3.1. L'abus de majorité d'un actionnaire de contrôle

En politique, celui qui détient la majorité des pouvoirs a le droit d'appliquer la politique pour laquelle il a été élu. Sauf que dans le cas d'une société, les détenteurs de la majorité n'ont pas été élus à l'issue d'un processus démocratique où des citoyens libre de leur choix ont voté pour un candidat. De plus, il n'y a pas non plus d'échéance à la position d'actionnaire majoritaire comme c'est le cas dans le cadre d'un mandat électoral. Un actionnaire majoritaire, même avec

[46] Au plus fort de l'affaire Vivendi (Tribunal de Commerce de Paris 27 juin 2002), la justice avait dénié à l'Adam le droit de recourir à ces dispositions contre des dirigeants de Vivendi, considérant qu'il s'agissait là du dévoiement d'une disposition à caractère général dès lors qu'il existait la procédure spéciale d'expertise de " minorité " prévue par le nouveau code de commerce. Mais un arrêt de la Cour d'Appel de Paris du 27 octobre 2002 est venu contredire cette première décision (Orex / Phénix Edition) et rétablir la possibilité pour des actionnaires d'utiliser cette mesure pour obtenir des éclaircissements sur la gestion de la société. La Cour souligne qu'il importe peu qu'en sa qualité d'actionnaire, le demandeur dispose du droit d'engager la procédure prévue par l'article L 225-231 du nouveau code de commerce (" expertise de minorité "), et que ce droit ne saurait le priver de la faculté de demander des mesures d'instruction sur le fondement de l'article 145 du NCPC ("expertise judiciaire").

l'existence d'un marché de contrôle des entreprises dynamiques, n'a que peu de raison d'abandonner son pouvoir et ses prérogatives.
De plus, un investisseur n'entre dans le capital d'une société que s'il choisit de le faire, c'est-à-dire que le projet économique et les modalités de sa participation lui semblent correspondre à ses attentes et à son degré d'aversion au risque.

C'est le caractère discrétionnaire du pouvoir que peut exercer les majoritaires par le vote qui est une cause de dissensions entre les minoritaires et les majoritaires. L'abus de majorité désigne tout vote contraire à l'intérêt social et émis dans le seul dessein de favoriser la majorité au détriment des autres associés ou actionnaires. Il suppose par conséquent qu'un préjudice subi par la minorité soit reconnu, cela soit sous la forme de la privation d'un avantage réservé aux seuls majoritaires, ou soit en un désavantage subi par les seuls minoritaires.

De nombreux exemples comme, le refus de distribuer des dividendes alors qu'il y a des bénéfices en réserves dont les sommes correspondantes ne sont pas utilisées pour des investissements mais simplement portées au crédit des comptes bancaires de la société. La politique de rémunération des dirigeants sociaux est aussi une source de conflit lorsque ces derniers se fixent des rémunérations exagérées ou des avantages excessifs. La nomination d'administrateurs membres de la famille des majoritaires est un cas sanctionné par la jurisprudence lorsqu'elle est faite au dépend du vote des actionnaires minoritaires.

Les minoritaires ont la possibilité de contester les votes constitutifs d'un abus de droit. L'abus de majorité a été dénoncé à maintes reprises par des minoritaires mécontents et a par conséquent fait l'objet d'une abondante jurisprudence. En principe, lorsque cet abus est constaté, il entraîne la nullité de la décision en cause et peut permettre l'obtention de dommages et intérêts. Mais les actionnaires minoritaires doivent alors assigner directement les majoritaires (cass.com, 6 juin 1990 : D. 1990, IR, p. 163). La longueur des procédures est un frein important à l'action des actionnaires, les dirigeants de la société pouvant faire traîner les choses jusqu'à la fin de leur mandat.

1.3.2. L'abus de minorité

Les droits conférés par la loi pour la protection des actionnaires minoritaires ne doivent pas être non plus détournés de leurs objectifs initiaux. Les actionnaires minoritaires peuvent commettre des abus dans l'exercice de leurs droits de vote spécialement dans le cas où ils détiennent une minorité de blocage ou atteignent un seuil juridique d'intervention (Hirigoyen, 2002 ; Couret, 2001 ; Le Cannu, 2001). Il en est ainsi lorsque les associés disposant de la minorité de blocage empêchent systématiquement et de manière injustifiée l'adoption de décisions essentielles pour la société.

De même que l'abus de majorité se fonde sur la déviation de l'intérêt général de la société et la poursuite de fins personnelles, un comportement identique de la part des minoritaires en vue de porter préjudice à la majorité et aux intérêts essentiels de la société, constitue un abus de minorité, soit une faute engageant la responsabilité de ses auteurs.

Cependant, l'abus de minorité est subordonné à la condition préalable du respect du droit à l'information du minoritaire afin qu'il vote en toute connaissance de cause. La jurisprudence est surtout constituée de votes hostiles ou d'abstentions délibérées à une augmentation de capital qui serait d'un intérêt vital à la continuation de la société. Les tribunaux sanctionnent à la fois l'abus de minorité et le *« harcèlement judiciaire »*.

1.3.3. Sanctions de l'abus de minorité

Conformément au droit commun, la réparation de l'abus de minorité peut consister en l'octroi de dommages et intérêts. Mais le droit français met l'accent sur l'intérêt de la société. Par conséquent, des solutions alternatives ont généralement été accordées par les tribunaux afin que les opérations ayant un intérêt social soit mené à bien, malgré la reconnaissance de l'abus de minorité.

Le tribunal peut nommer un mandataire de justice pour voter à la place des minoritaires défaillants à une nouvelle assemblée dans le sens des décisions conformes à l'intérêt social mais ne portant pas atteinte à l'intérêt légitime des actionnaires minoritaires. Tout en sachant qu'aucun

jugement valant adoption de la résolution litigieuse ne peut être retenu car les tribunaux ne sauraient se substituer aux organes sociaux compétents d'une société.

1.3.4. Sanctions du *« harcèlement judiciaire »*

Les dispositions liées à la protection des actionnaires minoritaires ne doivent servir à des fins égoïstes. Les manœuvres cherchant à entraver la bonne marche de l'entreprise ou à déstabiliser de manière abusive les organes dirigeants peuvent engager la responsabilité civile des actionnaires minoritaires.

La demande d'une expertise de gestion en l'absence de toute présomption, le recours à des assignations répétées en désignation d'un administrateur judiciaire ou la persistance d'une action en responsabilité contre un dirigeant social sont considérés comme du harcèlement et les initiateurs se rendent coupable d'abus pouvant les condamner à payer des dommages et intérêts ou à la réparation du préjudice subi par la société.

2. Les informations requises dans l'élaboration des documents de référence

Le document de référence est une tentative d'uniformisation de l'information des actionnaires. Pour les actionnaires individuels ou externes à l'entreprise, ce document représente la source principale d'informations sur les comptes, les perspectives et les projets de résolutions des sociétés. Par rapport à cette étude, la grande disparité des rapports annuels rend difficile l'extraction des informations relatives à la gouvernance. C'est pourquoi, l'existence d'un document de référence correspondant aux normes de l'AMF. Depuis le 1er juillet 2005, le règlement (CE) n°809/2004 du 29 avril 2004 (« le règlement européen ») pris en application de la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 (« la Directive prospectus ») est entré en vigueur. Ce règlement définit le contenu du prospectus.

Le contenu du document de référence est défini par deux sources réglementaires[47] :

- Le Règlement européen, complété, pour certaines rubriques, par les interprétations et, le cas échéant, les recommandations AMF.
- Le règlement général de l'AMF qui prévoit explicitement l'inclusion dans le document de référence du rapport sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne et exige une information financière pro forma sur l'exercice précédent en cas de variation de périmètre supérieure à 25%

2.1. La composition du conseil d'administration

En premier lieu, le document de référence doit indiquer la liste de l'ensemble des mandats et fonctions exercés par les dirigeants et les administrateurs dans toute la société. Les actionnaires doivent être capable de juger de la compétence des personnes qui la dirigent. L'importance des fonctions exercées par les administrateurs est déterminante dans la révélation de conflits d'intérêt pour les actionnaires minoritaires. En complément de ces informations, les sociétés précisent :

- Le nombre d'administrateurs indépendants
- Les critères retenus pour qualifier un administrateur indépendant
- Si le conseil a examiné la situation de chacun des administrateurs au regard de ces critères
- Le nombre d'administrateurs élus par les salariés
- Si un ou plusieurs censeurs ont été nommés
- Le ou les administrateurs dont la cooptation est soumise à ratification de l'assemblée générale (conformément à l'article L.225-24 du code de commerce)
- Le nombre d'actions qui doivent être détenues par un administrateur

La qualité des administrateurs est d'autant importante aujourd'hui que la loi émet de plus en plus de restrictions sur leurs fonctions.

[47] Voir « Guide d'élaboration des documents de référence : réglementation en vigueur, interprétations et recommandations de l'AMF » 27 janvier 2006

2.2. Le rôle et le fonctionnement du conseil d'administration

La spécification d'un règlement intérieur pour le fonctionnement du conseil d'administration est une pratique recommandée par les règles de bonne gouvernance. De part un souci de transparence, les rémunérations des mandataires sociaux ne doivent prêtées à aucune ambiguïté pour les actionnaires.

2.2.1. Le règlement intérieur du conseil

En application du rapport AFEP-MEDEF, le fonctionnement du conseil d'administration devrait être organisé par un règlement intérieur. Des chartes de déontologie sont de plus en plus mises en place. D'autant plus, avec la mise en place des comités spécialisés qui ont une fonction de contre pouvoir par rapport au conseil d'administration doivent expliciter de manière claire leurs méthodes d'évaluation et justifier de leur crédibilité. Même si, l'élaboration de ces règlements et ces chartes sont laissés à la discrétion des sociétés. Il est indéniable que la pratique va amener une certaine forme de convergence des dispositions. Les différents éléments d'information recommandés par l'AMF sont les suivants :

- Description existence
- Caractéristiques principales
- Règles de restrictions ou d'interventions des administrateurs sur des opérations de titres de sociétés en tant « qu'*insiders* »
- Nombre de réunions tenues lors de l'exercice écoulé
- Taux de présence des membres
- Règles de répartition des jetons de présence et montants individuels des versements effectués à ce titre aux administrateurs ainsi que les critères d'attribution
- Travaux et modes de fonctionnement du conseil d'administration et/ou des comités

Complémentaire des décisions du conseil d'administration, une information précise est précisée dans le document de référence. Pour chacun des comités constitués, le document de référence précise :

- Son appellation

- Le nom des membres qui le composent
- Le nombre d'administrateurs indépendants
- Le taux de présence des membres
- L'existence ou non, de règles précisant les attributions et les modalités de fonctionnement du comité
- Le nombre de réunions qui se sont tenues au cours de l'exercice écoulé

De plus, le document de référence précise (facultatif mais recommandé par l'AMF) la manière dont la mission du comité a été remplie sans oublier la détermination de la part variable de la rémunération des dirigeants et politique d'attribution des options. L'existence dans les grandes sociétés cotées d'une double cotation amène aussi les autorités de tutelles à demander s'il y a une prise en compte de la réglementation américaine dans la détermination de leur statut.

2.2.2. Rémunérations des mandataires sociaux et programmes d'options :

La question de la rémunération a toujours eu un caractère épineux, question culturelle pour certains, elle cache pour d'autres des pratiques plus obscures des dirigeants en France. La littérature est abondante, mais les scandales liés aux parachutes dorés remettent en question la problématique de manière récurrente sans qu'il y ait vraiment de solution consensuelle. Pourtant, des progrès importants ont été fait sous la contrainte des directives européennes sur la transparence. Mais, l'abord du sujet reste loin d'être naturel pour les dirigeants en France. L'AMF précise dans ces consignes les obligations de révélations suivantes :

- Distinction entre les éléments fixes, variables et exceptionnels composant les rémunérations et avantages versés aux mandataires sociaux
- Critères en application desquels ces éléments ont été calculés ou les circonstances en vertu desquelles ils ont été établis
- Engagements de toutes natures, pris par la société au bénéfice de ses mandataires sociaux, correspondant à des éléments de rémunération, des indemnités ou des avantages dus ou susceptibles d'être à raison de la prise, de la cessation ou du changement de ces fonctions ou postérieurement à celles-ci. L'information donnée à ce titre doit préciser les modalités de détermination de ces engagements.

- Informations sur les options d'achats ou de souscription de BSA et BSPCE (loi NRE)
- Détails des instruments donnant accès au capital souscrits par les dirigeants ou les salariés dans le cas d'opérations réservées.

N'importe quels actionnaires ou analystes doit être capable de comprendre la composition des salaires de dirigeants. Finalement, l'équilibre se rétablit entre les salariés dont les grilles de salaires sont connus et les dirigeants qui jusque là bénéficiaient d'un passe droit.

2.2.3. Les mécanismes de limitations des droits de vote

Pour exercer ses droits de vote, les actionnaires comme les entreprises ont un ensemble de droits mais aussi d'obligations à fournir. Les firmes peuvent en toute légalité limiter les pouvoirs de leurs propriétaires. La présence de droits de vote double doit être explicitée de manière claire spécialement à propos des conditions d'obtention et de perte de ce droit. Ce concept est largement décrié mais n'a pas fait l'objet de modification car elle est présentée en France par les entreprises comme une récompense de la fidélité des actionnaires. C'est pourquoi même au niveau européen, les actions à droit de vote double n'ont pas été assimilées aux actions à droit de vote multiples existantes par exemple en Suède.

Cependant, les informations suivantes doivent être précisées :

- Durée d'inscription minimale au nominatif nécessaire pour acquérir les droits de vote double
- Date d'assemblée générale ayant décidé la mise en place de cette modalité
- Mention selon laquelle les actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes, pour lesquelles il bénéficie d'un droit de vote double, bénéficient également d'un droit de vote double (statuaire)
- Mention selon laquelle le droit de vote double cesse pour toute action ayant fait l'objet d'une conversion au porteur ou d'un transfert, hormis tout transfert du nominatif au nominatif par suite de succession ou de donation familiale (légal)

- Mention selon laquelle le droit de vote double peut être supprimé par décision de l'assemblée générale extraordinaire et après ratification de l'assemblée spéciale des actionnaires bénéficiaires (statuaire).

Les sociétés justifient la mise en place de limitation des droits de vote par un souci d'équité lors des votes de résolutions. Afin qu'aucun n'actionnaire n'ait pas une part trop significative dans la prise de décision en assemblée générale. Cependant, la mise en place de ces limitations peut servir d'autres objectifs, spécialement pour les dirigeants qui peuvent s'abriter derrière ce type de statut. Le cas le plus décrié fut le cas de Vivendi Universal sous l'ère Messier dont la complexité mathématiques du calcul laissa plus d'un actionnaire ou d'un analyste financier perplexe.

L'information suivante relative au plafonnement des droits de vote est également demandée :

- Seuil de limitation des droits de vote lors de leur exercice en AG (statuaire)
- Date d'assemblée générale ayant décidé la mise en place de cette modalité
- Conditions de caducité (statuaire)

Différentes informations sur la structure du capital sont recommandées. La connaissance de la structure du capital a d'autant plus d'importance pour les actionnaires qu'il permet de comprendre la géographie des pouvoirs et d'identifier les différents actionnaires. Les informations sont les suivantes :

- Le règlement européen exige la présentation de l'identité des actionnaires détenant plus de 5% du capital et des droits de vote de l'émetteur ainsi que l'ensemble des produits optionnels approuvés par l'assemblée générale des actionnaires.
- Un tableau récapitulant les modifications éventuelles intervenues dans la répartition du capital au cours des trois dernières années.
- Une décomposition pour chaque catégorie d'actionnaires : actionnaires dirigeants, total dirigeants, action de concert, groupe d'actionnaires partenaires, actionnariat salarié, auto-détention, auto-contrôle, public (titres au nominatifs et titres au porteurs), actionnaires résidents et non-résidents.

La géographie du capital est un élément déterminant dans l'analyse d'une société. Dans les grandes sociétés cotées, la détention de 0,5% du capital fait de cet actionnaire un acteur majeur de la société qui doit être clairement identifiable.

3. Règles de franchissement de seuils

La déclaration des franchissements de seuil a pour objectif d'informer les dirigeants mais aussi les actionnaires des mouvements dans le capital de la société. Cette obligation de déclaration est déterminante pour renforcer la transparence des opérations de restructuration du capital. La loi du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie a modifié les articles L.233-7 et suivants du code de commerce relatifs aux déclarations de franchissement de seuils pour transposer les dispositions de la directive Transparence. La loi a renvoyé au règlement général de l'AMF la transposition des dispositions de nature réglementaire de cette directive.

3.1. Les obligations d'information

La déclaration de franchissement doit se faire dans un délai raisonnable afin d'informer l'ensemble des parties prenantes sur les changements dans la structure du capital. L'AMF doit être tenue d'informer dans un délai de 5 jours maximum à compter du franchissement du seuil de participation. Les informations mentionnées doivent être :

- L'identité du déclarant
- Le cas échéant, l'identité de la personne physique ou morale habilitée à exercer les droits de vote pour le compte du déclarant
- La date du franchissement du seuil de participation
- La situation qui résulte de l'opération en termes d'actions et de droits de vote
- Le cas échéant, toute information utile sur l'assimilation aux actions ou aux droits de vote possédés par le déclarant résultant de l'article L.233-9 du code de commerce
- Le nombre de titres possédés par le déclarant donnant accès au capital ainsi que les droits de vote qui y sont attachés

Toutes les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé doivent publier sur leur site Internet et transmettre à l'AMF, à la fin de chaque mois, le nombre total de droits de vote et le nombre d'actions composant le capital s'ils ont varié par rapport à ceux publiés antérieurement. Ce document doit pouvoir être consultable à tout moment par toute personne qui en fait la demande au siège de la société ; une copie du document est adressée sans frais à toute personne qui en fait la demande. Différentes problématiques concernent les franchissements de seuils. Au niveau législatif, les pratiques se basent sur plusieurs sources réglementaires dont principalement les articles 9 et 10 de la directive 2004/109/CE du 15 décembre 2004 et les apports de la loi Breton portant sur le code de commerce et le code monétaire et financier.

3.2. L'objectif des règles de franchissement de seuil

La problématique du manque de transparence qui touche les sociétés cotées vient de la grande complexité des instruments financiers et de la multiplication des pratiques financières ayant la particularité de modifier le périmètre de la structure de capital. Les règles de franchissement de seuils ont pour objectif d'informer les actionnaires mais aussi les sociétés elle-même des mouvements de capitaux qui les concernent. Aucun actionnaire ne peut acquérir une participation stratégique sans en informer le marché. En d'autres termes, il ne peut y avoir de prise de contrôle « rampante » normalement.

Avant tout avec la multiplication des instruments financiers, il convient d'identifier le type d'actions rentrant dans le calcul des seuils, mais aussi la nature des actionnaires rentrant dans cette base de calcul. Seules les actions admises sur un marché réglementé sont concernées. Les actionnaires ayant l'obligation de se déclarer lors des franchissements de seuils sont toutes les personnes physiques ou morales agissant seule ou de concert qui vient à posséder un nombre d'actions représentant les fractions de capital citées dans la législation. La déclaration doit se faire dans un délai fixé par décret en Conseil d'Etat, à compter du franchissement du seuil de participation, du nombre total d'actions ou de droits de vote que le déclarant possède.

En droit français, les actions privées de droit de vote ne rentre pas dans la base de calcul, c'est-à-dire :

- Actions d'autocontrôle
- Actions privées de droit de vote par défaut de déclaration de franchissement de seuils ou déclaration irrégulière
- Actions non libérées de versements exigibles
- Actions au porteur non inscrites en compte…

Les exigences en matière de notification concernent également les personnes physiques ou morales dans la mesure où ils peuvent acquérir, céder ou exercer des droits de vote dans les cas suivants :

- Les actions ou les droits de vote possédés par d'autres personnes pour le compte de cette personne.
- Les actions ou les droits de vote possédés par les sociétés que contrôle cette personne au sens de l'article L.233-3 du code de commerce.
- Les actions ou les droits de vote possédés par un tiers avec qui cette personne agit de concert.
- Les actions ou les droits de vote que cette personne, ou l'une des personnes mentionnées dans les trois cas précédents est en droit d'acquérir à sa seule initiative en vertu d'un accord.
- Les actions dont cette personne à l'usufruit.
- Les actions ou les droits de vote possédés par un tiers avec lequel cette personne a conclu un accord de cession temporaire portant sur ces actions ou droits de vote.
- Les actions déposées auprès de cette personne, à condition que celle-ci puisse exercer les droits de vote qui leur sont attachés comme elle l'entend en l'absence d'instructions spécifiques des actionnaires.
- Les droits de vote que cette personne peut exercer librement en vertu d'une procuration en l'absence d'instructions spécifiques des actionnaires concernés.

Il faut noter que le code de commerce définit la notion d'action de concert dans l'article L.233-10 I comme suit : « *I – Sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont*

conclu un accord en vue d'acquérir ou de céder des droits de vote, pour mettre en œuvre une politique de la société. ».

Exceptionnellement, l'entreprise mère d'une société de gestion n'est pas tenue d'agréger ses participations relevant des articles 9 et 10 avec les participations gérées par la société de gestion pour autant que cette société de gestion exerce ses droits de vote indépendamment de l'entreprise mère (cas des OPCVM sauf exceptions prévues par le règlement général de l'AMF). En droit français, cette exception s'appliquera de façon exceptionnelle dans la mesure où le gestionnaire n'exerce pas, en principe, les droits de vote du mandant qui demeure propriétaire des titres et continue d'exercer les droits de vote attachés à ces titres. Par ailleurs, la procuration qui permettrait, le cas échéant, au gestionnaire d'exercer les droits de vote suppose que ce dernier soit lui-même actionnaire. En France, les gestionnaires d'OPCVM doivent en principe exercer leur pouvoir dans l'intérêt exclusif du mandant.

Cependant, les articles 9 et 10 de la directive Transparence s'appliquent lorsque l'entreprise mère, ou une autre entreprise contrôlée par l'entreprise mère, a investi dans des participations gérées par ladite société de gestion et que celle-ci ne peut exercer comme elle l'entend les droits de vote attachés à ces participations et ne peut exercer ces droits de vote que sur instructions directes ou indirectes de l'entreprise mère ou d'une autre entreprise contrôlée par l'entreprise mère. La société de gestion exerce en principe ses droits de vote dans l'intérêt exclusif des porteurs (article L.533-4 du code monétaire et financier). Cette disposition concernera donc des cas exceptionnels tels que des fonds de placement dédiés avec un seul porteur de parts qui contrôle lui-même la société de gestion.

Les articles 9 et 10 de la directive Transparence ne concerne pas les actions acquises aux seules fins de la compensation ou du règlement dans le cadre habituel de règlement à court terme, ni aux dépositaires détenant des actions en cette qualité de dépositaire, pour autant que lesdits dépositaires ne puissent exercer les droits de vote attachés à ces actions que si instructions leur en a été donnée par écrit ou par voie électronique.

Dans le même esprit, ne sont pas concernés les droits de vote détenus dans un portefeuille de négociation au sens de la directive 93/6/CE du conseil de 15 mars 1993 sur l'adéquation des fonds des entreprises d'investissement et des établissements de crédits à condition que :

- Ces actions représentent une quotité du capital ou des droits de vote de l'émetteur inférieure à 5%.
- Les droits de vote attachés à ces actions ne soient pas exercés ni autrement utilisés pour intervenir dans la gestion de l'émetteur.

Les actions remises au SEBC (système européen de banques centrales) dans le cadre d'un nantissement, d'un accord de rachat ou d'un accord similaire relatif à des liquidités accordées à des fins de politique monétaire ou dans le cadre d'un système de paiement ne sont pas non plus concernées. L'article 9 ne s'applique pas non plus à l'acquisition ou à la cession d'une participation importante, atteignant ou dépassant le seuil de 5% par un teneur de marché agissant en cette qualité pour autant qu'il soit agréé par son Etat et qu'il n'intervienne pas dans la gestion de l'émetteur concerné ni n'exerce aucune influence pour pousser l'émetteur à acquérir ces actions ou à en soutenir le prix. Une entreprise est exemptée de l'obligation de procéder à la notification requise, si la notification est effectuée par l'entreprise mère ou, lorsque l'entreprise mère est elle-même une entreprise contrôlée, par l'entreprise mère de celle-ci. Ceci afin d'éviter les déclarations en chaîne.

La théorie de la gouvernance mais la législation française en matière d'organisation des droits et des obligations des sociétés confirment l'intérêt des règles de bonne gouvernance soulignées et soutenues par les organismes de conseil et défense des actionnaires minoritaires. Le caractère facultatif de l'application de ces critères a pour conséquences d'être à l'origine d'un rapport de force.

II- Descriptif des données relatives aux éléments de la gouvernance retenue

Les sociétés du SBF 120 constituant l'échantillon sont les premières destinataires de ces codes de bonne conduite. Pourtant l'étude de celles-ci révèle une grande disparité dans leur structure de gouvernance qui laisse à penser qu'il y a encore une grande marge de progression pour leurs actionnaires. L'organe que constitue le conseil d'administration est au centre des revendications des actionnaires. Il constitue normalement à la fois un organe de représentation de l'ensemble des intérêts des actionnaires mais aussi un organe de contrôle des décisions des dirigeants. Afin de jouer au mieux ces deux rôles, plusieurs principes ont fini par émerger des débats autour de la gouvernance. L'enjeu du débat est la mise en œuvre du rôle de contre pouvoir du conseil d'administration.

1. Les critères concernant les conseils d'administration

La séparation statuaire entre directoire et conseil de surveillance n'est respectée que par 29,2% des firmes de l'échantillon sur l'ensemble de la période. L'analyse porte ici directement sur des critères qui sont conventionnellement jugés comme facilitant l'exercice de la gouvernance au sein d'un conseil de surveillance ou d'un conseil d'administration (voir **Annexe 5**).

1.1. La durée des mandats

La durée des mandats est légalement encadrée entre 2 et 6 ans. Le critère de bonne gouvernance est fixé à une durée de 4 ans. L'évolution de la durée moyenne des mandats diminue de 2001 à 2004. Cette évolution va dans le sens des recommandations en matière de bonne gouvernance. Cette durée passe de 4,97 ans à 4,39 ans. Bien qu'elle diminue la durée moyenne reste supérieure à 4 ans. Il faut noter cependant que la médiane était de 6 ans entre 2001 et 2003 alors qu'elle s'établit à 4 ans en 2004.

Pourcentage de sociétés	2001	2002	2003	2004
< à 4 ans	35,2%	42,3%	45,1%	59,2%
= à 6 ans	57,7%	52,1%	50,7%	36,6%

Tableau 13 : Durée des mandats

La proportion des firmes respectant une durée de mandat inférieure ou égale à 4 ans évolue fortement sur la période étudiée, pratiquement le double entre 2001 et 2004. Le nombre d'entreprises ayant toujours dans leurs statuts des mandats de 6 ans sont encore nettement majoritaire entre 2001 et 2003 mais en diminution passant de 57,7% à 50,7%. La proportion des mandats de 6 ans diminue fortement pour arriver à 36,6%. L'année charnière en terme de gouvernance semble bel et bien se confirmer sur l'année 2003.

Les entreprises semblent répondre positivement à ce critère de gouvernance qui constitue un bon signal de lutte contre l'enracinement des administrateurs. Il faut cependant noter qu'aux Etats-Unis, les dispositions relatives au renouvellement partiel des membres du conseil sont envisagées comme des mesures protectionnistes dans la recherche empirique. En France, cette disposition ne fait pas l'objet de recommandation particulièrement et donc elle n'a pas été retenue dans cette étude. De même, le cumul des mandats n'a pas été retenu à cause du caractère personnel lié à chaque administrateur. Il est notifié dans les recommandations de l'AFG que les actionnaires doivent refuser la nomination de candidats ayant des mandats réciproques ou cumulant plus de cinq mandats en France et à l'étranger de groupes différents, ou seulement trois mandats s'ils sont dirigeants de société cotée. Le traitement de ce critère était trop lourd par rapport au résultat escompté.

En ce qui concerne le nombre d'administrateurs indépendants, il évolue régulièrement à la hausse entre 2001 et 2003 pour redescendre en 2004. Cette information ne dit rien en tant que tel en dehors de son rapport à la taille du conseil d'administration. Sur la période, il y a toujours des conseils sans aucun administrateur indépendant au sens de l'AFG et le nombre maximum d'administrateurs indépendants varie entre 13 et 18 membres (après un pic en 2002 avec 18 membres, le nombre maximum revient à 13 en 2004, son niveau de 2001), ce qui semble excessif au regard des critères de taille du conseil. Comme il a été vu antérieurement, le débat autour du

nombre optimal d'administrateur reste un sujet de controverse[48]. La moyenne du nombre d'administrateurs indépendants reste entre 4 et 5 administrateurs mais la variance diminue, ce qui peut signifier une forme d'homogénéisation des pratiques. En 2001, la moitié des firmes a moins de 3 administrateurs indépendants. Par la suite, ce chiffre évolue assez peu et reste entre 4 et 5 administrateurs. Sur l'ensemble de la période, près de la moitié des entreprises ont moins de 4 administrateurs indépendants. Près de 10% (entre 8,5% et 11,3%) des firmes n'ont aucuns administrateurs indépendants entre 2001 et 2003 et diminue de près de moitié en 2004 à 5,6%.

1.2. La taille des conseils d'administration

Les recommandations autour de la taille des conseils sont d'après les critères de l'AFG encadrés entre 7 et 16 administrateurs hors censeurs. Les conseils excédant la limite légale de 18 membres à la suite d'une fusion récente sont tolérés. Mais dans cette analyse, il n'est pas tenu compte des cas de fusions puisque les firmes ayant fusionnées ont été éliminées lors de la constitution de l'échantillon. La taille moyenne du conseil d'administration varie autour de 11 membres. Ce chiffre est stable et ne varie que faiblement entre 2001 et 2004. La médiane ne varie pas et reste à 11 membres. La taille des conseils d'administration varie entre 3 et 21

---

[48] D'après le Rapport AFG Recommandations sur le gouvernement d'entreprise 2008, pour être qualifié de *« libre d'intérêts »*, l'administrateur ou le membre du conseil de surveillance ne doit pas se trouver en situation de conflit d'intérêts potentiel.
Ainsi il ne doit pas en particulier :
• être salarié, mandataire social dirigeant de la société ou d'une société de son groupe, ni l'avoir été dans les cinq dernières années ;
• être salarié ou mandataire social dirigeant d'un actionnaire significatif de la société ou d'une société de son groupe ;
• être salarié ou mandataire social dirigeant d'un partenaire significatif et habituel, commercial, bancaire ou financier, de la société ou des sociétés de son groupe ;
• avoir été auditeur de l'entreprise au cours des cinq années précédentes ;
• être membre du conseil d'administration ou du conseil de surveillance de l'entreprise depuis plus de douze ans.
Le curriculum vitae des candidats au poste d'administrateur ou de membre du conseil de surveillance pourra éventuellement être pris en compte pour exprimer un vote négatif à l'encontre d'une personne qui n'aurait pas fait preuve de bonne gouvernance dans ses expériences antérieures.

Pendant longtemps il y a eu une confusion quant à la définition des administrateurs indépendants. La France a longtemps été accusée d'être en retard en matière d'indépendance des conseils à l'inverse des Etats-Unis. Mais, dans la terminologie américaine les administrateurs *« non executive »* n'était que des administrateurs non salariés et non pas indépendants comme il est entendu aujourd'hui. La législation a depuis longtemps dressé une liste d'incompatibilité des fonctions d'administrateurs. La France est à la fois en avance et en retard en fonction de son point de vue.

administrateurs durant la période. Cependant, la variance diminue régulièrement donc il y a moins d'écart entre la taille des différents conseils.

Taille du conseil d'administration en proportion de l'échantillon	2001	2002	2003	2004
< 7 membres	12,7%	12,7%	7%	9,8%
Entre 7< <16	77,5%	77,5%	87,4%	86%
> 16 membres	9,8%	9,8%	5,6%	4,2%

Tableau 14 : Taille des conseils d'administration

En se basant sur les recommandations de l'AFG, il est notable de voir le nombre de firmes respectant le critère de taille augmenté sensiblement après 2002 même s'il y a un léger infléchissement en 2004. Il n'y a pas de changement notable entre 2001 et 2002 où les proportions restent les mêmes. Et bien qu'il y ait une baisse en 2004, la taille des conseils semble plutôt se réduire puisque les conseils d'administration comportant plus de 16 membres décroissent régulièrement de 9,8% en 2001 à 4,2% en 2004, soit un effectif plus que divisé par 2.

1.3. Les taux d'indépendance des conseils d'administration

Le rapport entre le nombre d'administrateurs indépendants et la taille du conseil d'administration est désigné comme le taux d'indépendance des conseils d'administration. Le niveau de ce taux est source de débats, mais il varie surtout entre 1/3 (33%) et la moitié (50%) du conseil d'administration.

Le taux moyen d'indépendance des conseils d'administration varie entre 35% et 43%. Il augmente régulièrement entre 2001 et 2003 pour diminuer légèrement en 2004. Ce taux moyen reste supérieur au tiers des administrateurs comme le recommande le rapport Viénot. Comme il a été noté précédemment, certaines firmes n'ont aucuns administrateurs indépendants donc le taux moyen varie entre 0% et 94%.

Proportion des firmes respectant le critère d'indépendance des conseils d'administration	2001	2002	2003	2004
<33%	47,9%	39,4%	22,5%	26,1%
= 33%	5,6%	5,6%	7%	8,5%
>33%	46,5%	54,9%	70,4%	64,8%
<50%	78,9%	73,2%	57,7%	57,7%
=50%	2,8%	8,5%	14,1%	9,9%
>50%	18,3%	18,3%	28,2%	32,4%

Tableau 15 : Taux d'indépendance des conseils

Deux seuils d'indépendance sont rapportés ici car en fonction de l'organisme de recommandations, le seuil d'un tiers (33%) ou de la moitié (50%) est retenu. C'est le critère de 50% qui a été retenu dans la méthodologie concernant le critère d'indépendance des conseils d'administration.

Les firmes ne respectant pas le critère du tiers des administrateurs indépendants représentent une part importante de l'effectif. Il faut néanmoins noter que la proportion de firmes avec moins d'un tiers d'administrateurs indépendants est pratiquement divisée par deux entre 2001 et 2004 même s'il remonte légèrement en 2004. Par contre, le nombre de firme respectant parfaitement ce premier critère augmente régulièrement passant de 5,6% à 8,5%. Le nombre d'entreprise ayant un taux d'indépendance supérieur à 33% est en net évolution entre 2001 et 2004 même s'il diminue en 2004, passant de 46,5% en 2001 à 68,4% en 2004. Quant au second seuil de 50% qui est beaucoup plus restrictif, la proportion de sociétés ne respectant pas ce seuil diminue entre 2001 et 2004, passant de 78,9% en 2001 à 57,7% en 2004. La proportion des firmes respectant exactement ce critère est assez variable tout au long de la période, il varie entre 2,8% et 14,1%. En revanche, les firmes dépassant ce seuil de 50% augmente sur la période, passant 18,3% en 2001 à 32,4% en 2004.

Dans l'ensemble, les critères régissant le bon fonctionnement des conseils d'administration évoluent positivement dans le sens des recommandations en matière de bonne gouvernance. L'année charnière semble être l'année 2003 mais il est intéressant de noter un recul

de la gouvernance une fois que les vagues suscitées par les grands scandales financiers se soient calmées.

1.4. Répartition des critères de gouvernance dans les index de gouvernance

Cet histogramme représente la répartition des critères de gouvernance dans les trois index de gouvernance. Car dans l'élaboration des index de gouvernance, seul le nombre de critères de bonne gouvernance respecté est pris en compte. L'objet de cette analyse est de savoir quels sont les critères qui sont les plus récurrents dans chaque index de gouvernance. Il faut noter que dans la mesure où chaque index de gouvernance contient un nombre de critères différents, les pourcentages de respect des critères de gouvernance sont différents d'un index de gouvernance à un autre.

L'important dans cette analyse n'est pas le pourcentage en lui-même mais la hiérarchie dans le classement des critères de gouvernance.

Critères de gouvernance	index g1	Index g2	index g3
DVU	10,71%	30,86%	88,00%
D_CS	15,48%	33,71%	44,00%
ARS	4,76%	16,57%	52,00%
Minf4	20,24%	58,86%	84,00%
DR	13,10%	21,14%	36,00%
A_CR	5,95%	20,00%	32,00%
A_OPA	2,38%	19,43%	60,00%
A_DPS	3,57%	21,14%	72,00%
Ind_sup50	9,52%	37,14%	88,00%
Form_Csl	65,48%	88,57%	96,00%

Tableau 16 : Répartition des critères de gouvernance par index de gouvernance

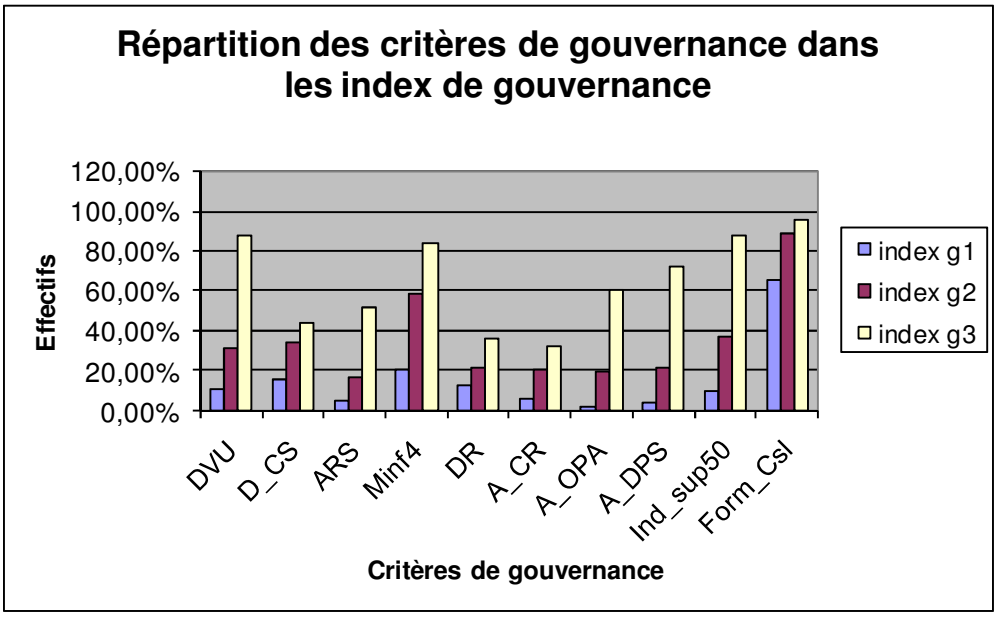


Figure 4 : Histogramme de la répartition des critères de gouvernance

L'index g1 est par définition un index de gouvernance qui respecte peu de critères. Par rapport au nombre de critères dans cet index, les deux critères les plus respectés sont la taille du conseil d'administration (Form_Csl=65,48%) et la durée du mandat inférieure à 4 ans (Minf4=20,24%). En troisième position, il y a la séparation entre directoire et conseil de surveillance (D_CS=15,48%). A l'inverse, l'absence d'autorisation d'augmentation de capital en période d'offre publique (A_OPA=2,38%) et l'absence d'autorisation d'augmentation de capital sans DPS (A_DPS=3,57%) sont les deux critères les moins biens respectés dans l'index g1. Ce résultat corrobore l'idée que les firmes qui respectent peu les recommandations en matière de bonne gouvernance sont des entreprises avec un caractère plus protectionniste. La faible diffusion des deux derniers critères renforce théoriquement l'inégalité et le manque d'équité de traitements de l'ensemble des actionnaires. L'absence des dispositions permettant de favoriser les contre pouvoirs est aussi caractéristique des firmes ne respectant pas un nombre important des recommandations de bonne gouvernance.

Dans l'index g2, ce sont les critères de taille du conseil d'administration (Form_Csl=88,57%) et la durée du mandat (Minf4=58,86%) qui sont les plus suivis dans cet index. Ensuite, les critères d'indépendance des administrateurs (Ind_sup50=37,14%), de

séparation des organes de direction (D_CS=33,71%) et d'unicité des droits de vote (DVU=30,86%) complètent la structure de gouvernance de l'index g2. Dans cet index, les dispositions favorisant les contre pouvoirs semblent être privilégiées sur les critères d'équité et de protection. Les dispositions les moins biens respectées sont l'absence d'autorisation d'augmentation de capital en période d'offre publique (A_OPA=19,43%) et l'existence des trois comités spécialisés (ARS=16,57%). Ces deux critères n'ont pas les mêmes objectifs mais favorisent de manière théorique le pouvoir discrétionnaire des dirigeants.

Dans l'index g3, le critère le plus répandu reste la taille du conseil d'administration (96%). En second ex-aequo, les critères d'unicité des droits de vote (DVU=88%) et d'indépendance des conseils d'administration (Ind_sup50=88%) suivent. Enfin, les critères de durée du mandat (Minf4=84%) et d'absence d'autorisation d'augmentation de capital sans DPS (A_DPS=72%) suivis de l'absence d'autorisation d'augmentation de capital en période d'offre (A_OPA=60%) complètent la structure de gouvernance des entreprises de cet index. La séparation entre directoire et conseil de surveillance, l'absence de convention réglementée et l'édition d'un document de référence sont les critères les moins bien respectés dans cet index. Ces trois critères sont plus présents que dans les autres index de gouvernance, mais leurs classements sont plus mauvais. Il est intéressant de remarquer que l'absence de ces critères renforce théoriquement le pouvoir discrétionnaire et le manque de transparence des actions des dirigeants. Ce qui ressort de la hiérarchie des critères dans l'index g3 dénote un respect plus important des principes d'égalité et d'équité dans le traitement de l'ensemble des actionnaires. Les sociétés de l'index g3 subissent moins d'activisme que les autres index de gouvernance lorsque les performances de la firme sont bonnes, et la hiérarchie de ces critères semble confirmer l'idée selon laquelle c'est la meilleur répartition des profits entre les actionnaires qui explique l'absence d'activisme actionnarial.

Après la répartition des critères de bonne gouvernance, il est opportun de chercher à savoir si la nature de la propriété et la répartition du contrôle a une influence sur la structure de gouvernance des entreprises.

2. Descriptif de la répartition des données structurelles de l'étude

Une grande quantité de données a été recueillie pour mettre en évidence les différences entre les firmes ayant subies ou non de l'activisme. Après un premier travail de répartition des éléments étudiés, le classement et la comparaison des critères de gouvernance en fonction de leurs sous-échantillons d'appartenance vont permettre d'avoir un éclairage de la politique des firmes en la matière sur la période.

2.1. La répartition du contrôle

Le contrôle est caractérisé par la distinction entre les firmes dont le contrôle est concentré entre moins de 5 actionnaires connus et les firmes dont l'actionnariat est supérieur à 50% du capital ou des droits de vote (voir **Annexe 6a**). Les entreprises qui sont à la fois dirigées par un petit groupe d'actionnaires et un capital public supérieur à 50% sont des entreprises contrôlées minoritairement.

61,6% des firmes de l'échantillon sont entre les mains de moins de 5 actionnaires (qui détiennent au moins 33% des droits de vote). Ce résultat corrobore les données relatives à la France d'études antérieures qui font apparaître une forte concentration du capitalisme français. Donc 38,4% des firmes n'ont pas d'actionnaires significatifs. Cette proportion de firmes purement managériale est tout de même assez importante.

Quant à la répartition du capital public, la moitié des firmes n'en dispose pas d'un supérieur à 50%. Pourtant, les firmes de l'échantillon représentent les plus grandes capitalisations boursières françaises mais cette donnée corrobore les données sur la concentration du capital en France.

Ensuite, la nature du contrôle peut aussi être un éclairage sur l'activisme. Il convient de savoir comment les entreprises du SBF 120 se répartissent.

2.2. Répartition de la nature de la propriété

Les critères définissant le caractère familial ou patrimonial sont assez restrictifs dans cette analyse, puisqu'il est considéré comme familial toute coalition familiale détenant au moins 50% du capital ou des droits de vote d'une société. De même, le caractère patrimonial désigne les entreprises dont un ou deux membres d'une famille distincte détiennent plus de 50% des parts de sociétés. Les choix de ces critères ont pour but d'avoir un caractère tranché sur la désignation d'une entreprise, un chercheur utilisant des définitions différentes[49] sur le même échantillon ne trouverait pas les mêmes résultats. Dans la mesure où la nature de la propriété n'est pas la question centrale de l'étude, ces définitions sont suffisantes dans cette analyse.

Certaines firmes sont à la fois patrimoniales et familiales car une entreprise familiale est patrimoniale d'où la double comptabilisation et le total des effectifs du tableau étant supérieur à 100%.

Nature de la propriété	Patrimoniale	Familiale	Managériale
Proportion (N=284)	19,7%	14,1%	80,3%

Tableau 17 : Répartition de la nature du contrôle

La majorité des firmes de l'échantillon est considérée comme managériale. Mais même avec une définition assez restrictive des entreprises familiale et patrimoniale, leur part reste importante, étant donné que les sociétés du SBF 120 sont les 120 plus grandes capitalisations boursières françaises.

2.3. Tableau corrélation critères de gouvernance et contrôle

[49] Selon Allouche et Amann (2000) définissent une entreprise familiale par la présence d'une (ou de plusieurs) famille(s) qui est (sont) actionnaire(s) de référence au seuil de 10%, impliquée(s) à l'exécutif (même si le dirigeant n'en est pas un membre) et désireuse(s) de transmettre l'exécutif et le patrimoine en mains familiales.

	DVU	D_CS	ARS	MINF4	DR	A_CR	A_OPA	A_DPS	Ind_sup50	FORM_CSL
CINF5A										
Coef corr	-0,401**	0,332**	-0,125*	-0,230**	0,124*	0,027	0,3	0,041	-0,423**	-0,08
Sig. (2-tailed)	0,000	0,000	0,036	0,000	0,036	0,645	0,618	0,496	0,000	0,181
N	284	284	284	284	284	284	284	284	284	284
FSUP50										
Coef corr	0,289**	-0,297**	0,118*	0,028	-0,111	0,097	-0,079	-0,101	0,371**	0,034
Sig. (2-tailed)	0,000	0,000	0,047	0,637	0,062	0,102	0,183	0,089	0,000	0,571
N	284	284	284	284	284	284	284	284	284	284

** significatif au seuil de 1%

* significatif au seuil de 5%

Tableau 18 : Corrélations critères de gouvernance et structure du contrôle

Plus spécifiquement, les tests de corrélation de Spearman sont effectués entre les variables de gouvernance et les variables liées au type de contrôle. La concentration du contrôle entre un petit nombre d'actionnaires est corrélée négativement à l'unicité des droits de vote (au seuil de 1%), mais corrélé positivement à la séparation des organes de contrôle. L'existence des comités spécialisés est corrélée négativement à la concentration du contrôle (au seuil de 5%). De même, la corrélation est négative entre la concentration et le respect de la durée de mandats inférieure à 4 ans. Par contre, l'élaboration d'un document de référence standardisé est positivement corrélée à la concentration du contrôle. La corrélation est négative entre la concentration du contrôle et le respect du taux d'indépendance des conseils d'administration.

Quant à l'existence d'un flottant supérieur à 50%, il est faiblement mais significativement corrélé à l'unicité des droits de vote (au seuil 1%). Par contre, la variable FSUP50 est corrélée négativement à la séparation des organes de direction et de contrôle (au seuil de 1%). La présence des trois comités spécialisés liés aux recommandations en matière de bonne gouvernance est corrélée positivement à la concentration du contrôle (au seuil 5%).
Le taux d'indépendance des conseils d'administration est corrélé positivement à la concentration du contrôle (au seuil de 1%).

Le résultat empirique de ce test rend compte d'une symétrie entre les deux types de structure de contrôle. Les signes des relations entre structure du contrôle et critères de

gouvernance s'opposent même s'ils ne sont pas tous significatifs statistiquement. Il est possible alors de conclure partiellement qu'il existe une relation négative entre structure du contrôle et structure de gouvernance.

L'évolution des index de gouvernance donne une vue générale de la réponse des sociétés cotées face à la montée de l'activisme sur cette période.

2.4. Répartition des index de gouvernance

La répartition des index de gouvernance a été choisie de manière à pouvoir mieux catégoriser les firmes selon leur niveau de gouvernance (voir **Annexe 6b**). L'index 1 comprend entre 0 et 2 critères de gouvernance, il représente 29,6% des firmes de l'échantillon. L'index 2 comprend entre 3 et 5 critères de gouvernance et représente 61,6% de l'ensemble des firmes. Cet index constitue le plus gros des firmes du SBF 120. L'index 3 comprend entre 6 et 10 critères de gouvernance et ne représente seulement que 8,8%.

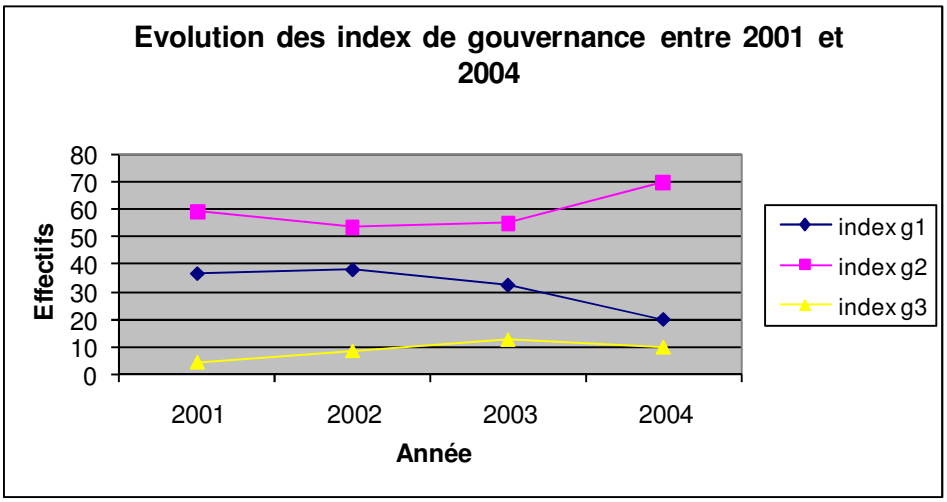
La répartition aurait pu être différente mais la configuration de la gouvernance est tellement inégale qu'il n'était pas possible de répartir les index de façon homogène. Donc des entreprises appartenant à l'index 2 sont par rapport à l'ensemble des entreprises assez bien gouvernées. De toute façon, aucune firme de l'échantillon ne respecte plus de 8 critères au total sur les 10 retenues dans l'index de gouvernance.

2,1% des firmes de l'échantillon ne respectent aucun critère de gouvernance. La moitié des firmes respecte moins de 3 critères de gouvernance. 31,7% des firmes respectent 3 critères et 65,8% des firmes respectent moins de 3 critères. 82,7% des firmes respectent moins de 4 critères.

2.4.1. Evolution des effectifs dans les index de gouvernance de 2001 à 2004

Ce graphique donne l'évolution de la proportion des firmes appartenant aux trois index de gouvernance. L'idée de cette analyse est de voir s'il y a un accroissement des entreprises rentrant dans le schéma de bonne gouvernance représentées par la classe de l'index g3. Les sociétés appartenant à l'index g2 sont les plus nombreuses et leur évolution est déterminante puisque ce

sont les sociétés de cette classe qui vont soit passer dans un index supérieur soit dans un index inférieur.



Graphique 3 : Evolution des index de gouvernance entre 2001 et 2004

Comme, il est possible de voir les firmes de l'index g2 constituent plus de 50% de l'effectif et leur évolution est non linéaire. Elles constituent en 2001, 59,15% des firmes de l'échantillon alors que l'index g1 en représente 36,62% et l'index g3, 4,22%. La proportion des firmes de l'index g2 diminue à partir de 2001 pour atteindre 53,52% en 2002 puis remonte légèrement en 2003 à 54,92% et explose pour atteindre 70,04% en 2004.Les firmes de l'index g3 qui respectent plus de 6 critères de gouvernance sont nettement moins nombreuses que les autres. Cependant, l'évolution des effectifs de ces firmes est au final croissante sur la période. Même s'il y a une inflexion en 2004, le nombre de firmes appartenant à l'index g3 a plus que doublé entre 2001 et 2004.

	2001	**2002**	**2003**	**2004**
Index g1	36,62%	38,02%	32,39%	19,71%
Index g2	59,15%	53,52%	54,92%	70,04%
Index g3	4,22%	8,45%	12,67%	9,86%

Tableau 19 : Effectifs des index de gouvernance

L'effectif des firmes de l'index g1 a plutôt tendance à diminuer en proportion après un pic en 2002, ce qui est plutôt un signal positif envers la communauté des actionnaires. En 2001,

l'index g1 compte 36,62% des firmes de l'échantillon, et atteint même 38,02% en 2002, ce qui est une réaction inattendue par rapport au contexte de l'époque avec la promulgation de la loi NRE. Finalement, la proportion des firmes de l'index g1 diminue un peu en 2003 à 32,39% pour chuter plus fortement en 2004 à 19,71%.

L'opposition presque symétrique des deux évolutions des index g1 et g2. L'évolution de la bonne gouvernance se fait plus par le transfert des firmes de l'index g1 vers l'index g2 que de l'index g2 vers l'index g3. Mais, la persistance de la proportion des sociétés qui ne suivent pas les recommandations en matière de gouvernance pose la question de leur efficience réelle.

2.4.2. Tableau des critères de gouvernance présent dans les firmes ayant subies ou non de l'activisme

La question est de savoir si les firmes ciblées par l'activisme ont des caractéristiques qui les distinguent des autres. On a un début de réponse dans la répartition des critères de bonne gouvernance dans les deux catégories de firme.

Ce tableau reflète les profils des entreprises ayant subies de l'activisme et celles qui n'en ont pas subies (voir **Annexe 7**).

Critères de gouvernance dans chaque échantillon de firmes	DVU	D_CS	ARS	MINF4	DR	A_CR	A_OPA	A_DPS	Ind_sup50	FORM_CSL
Ensemble des firmes	29,9%	29,2%	16,2%	49,6%	20,1%	16,9%	18%	20,4%	33,5%	82,4%
Firmes avec activisme	32,5%	16,7%	13,3%	49,2%	23,3%	15%	12,5%	16,7%	39,2%	83,3%
Firmes sans activisme	28%	38,4%	18,3%	50%	17,7%	18,3%	22%	23,2%	29,3%	81,7%

Tableau 20 : Répartition des critères de gouvernance en fonction de l'activisme

Pour l'ensemble de l'échantillon, le respect des critères de bonne gouvernance est suivi de manière assez différente d'un critère à un autre. Seuls les critères de durée de mandat (MINF4 =

49,6%) et de taille du conseil d'administration (FORM_CSL = 82,4%) sont assez largement diffusés. Un peu moins d'un tiers des sociétés du SBF 120 respectent les critères de droit de vote unique (DVU = 29,9%), la séparation du contrôle (D_CS = 29,2%) et d'indépendance des conseils d'administration (Ind_sup50 = 33,5%). Une majorité de firmes disposent de mesures anti-OPA, le critère des comités spécialisés est aussi peu respecté (ARS = 16,2%). La majorité des firmes disposent de mesures anti-OPA (82% des sociétés permettent une augmentation de capital en période d'offre publique). Seul un cinquième des firmes donne droit à leurs actionnaires à un délai préférentiel de souscription lors d'une augmentation de capital. De même, l'émission d'un document de référence est faiblement respectée par les entreprises.

A première vue, il ne semble pas y avoir de grandes différences entre les firmes ciblées et les firmes non ciblées. Mais, il y a des différences notables entre les échantillons. Les entreprises ayant subies de l'activisme respectent plus le critère de droit de vote (DVU = 32,5%) que l'ensemble de toutes les firmes confondues, et fait plus intéressant que l'ensemble des firmes n'ayant connues aucun évènement d'activisme. Il en est de même pour la publication du document de référence (DR = 23,3%).

L'échantillon des firmes rencontrant de l'activisme comporte des conseils d'administration comportant beaucoup plus d'administrateurs indépendants. Il se conforme mieux au critère de taille du conseil mais ce critère est élevé pour le reste des firmes aussi. En ce qui concerne les critères concernant l'équité de traitement des actionnaires et l'absence de convention réglementée (A_CR = 8%), ils sont faiblement suivis. Ceci peut traduire potentiellement plus d'extraction de bénéfice dans les firmes subissant de l'activisme. De même, le critère de droit préférentiel de souscription est aussi peu adopté (A_DPS = 16,7%).

Ces firmes respectent aussi peu les critères d'absence de mesures anti-OPA (A_OPA = 12,5%). Ceci semble corroborer l'idée que les firmes respectant le principe d'unicité de droit de vote mettent en place en parallèle des mesures anti-OPA pour se protéger de toute offre hostile. Les critères de séparation du pouvoir et du contrôle (D_CS = 16,7% et ARS = 13,3%) sont aussi plus faiblement respectés par rapport aux autres échantillons de firmes.

Le critère de séparation de l'organe de direction est bien plus présent dans l'échantillon des firmes sans activismes (D_CS : 38,4% contre 16,7%). L'existence des trois comités

spécialisés est aussi mieux suivie dans les firmes sans activismes. Le critère des mandats d'administrateurs inférieurs à 4 ans (MINF4 = 50%) est aussi légèrement plus élevé. Il existe une réelle différence dans le respect du principe d'équité entre les actionnaires au sein des mesures anti-OPA (A_OPA = 22%), des DPS (A_DPS = 23,2%) et des conventions réglementés (A_CR = 18,3%). Mais, ces firmes se conforment moins au principe d'unicité des droits de vote (DVU = 28%). Il en est de même pour les conseils d'administration dont le critère de 50% d'administrateurs indépendants est inférieur à l'échantillon des firmes ciblées (29,3%).

Les firmes subissant de l'activisme sont des firmes qui ont des profils assez protectionnistes avec un traitement moins équitable de l'ensemble de leurs actionnaires et une séparation moindre des pouvoirs. Mais l'unicité des droits de vote et une plus forte présence d'administrateurs indépendants doivent peut être facilitées l'expression du mécontentement des actionnaires minoritaires.

Les firmes sans activismes ont un profil différent dans la mesure où la séparation des pouvoirs est plus récurrente. L'équité entre les actionnaires est aussi beaucoup mieux respectée dans ces firmes où les mesures anti-OPA sont moins présentes. Mais la faiblesse de l'unicité des droits de vote et la moindre indépendance des conseils d'administration peut être à l'indice d'un verrouillage de l'actionnariat qui affaiblit l'activisme.

A près s'être intéressé à la répartition des critères de gouvernance, il faut se pencher sur la nature des évènements d'activisme.

2.5. Répartition de l'activisme dans l'échantillon

Les minoritaires ont différents moyens d'expression. L'intensité de l'activisme, c'est-à-dire le nombre d'actions menées dans une même entreprise permet de comprendre le déroulement d'un processus de contestation.

2.5.1. Fréquence des critères d'activisme sur l'ensemble de l'échantillon :

N=284	C_antiopa	C_DIV	C_DIR	C_REM	C_EQUITE	C_RES	Inter_AG	PL_AMF	Pl_justice	DDE_AGE
	1,8%	0,4%	1,8%	1,8%	5,3%	2,1%	7%	2,5%	5,3%	1,1%

Tableau 21 : Fréquences des évènements d'activisme

L'activisme dans les sociétés est assez marginal dans cet échantillon des firmes du SBF 120. Mais relativement au taux moyen de contestation relevé par le cabinet Proxinvest, cet échantillon s'inscrit dans l'ordre de grandeur (voir **Annexe 8**). Le choix de ces critères a été basé sur la revue de littérature théorique mais aussi sur les faits empiriques relevés par différents médias. Les actionnaires semblent particulièrement touchés par les problèmes d'équité. En France, la contestation se porte généralement sur le prix offert lors d'une opération (OPA ou fusion).

L'intervention en assemblée générale reste le principal vecteur de contestation, dans ce sens l'institution que constitue l'assemblée générale des actionnaires semble remplir son rôle de dialogue direct entre dirigeants et actionnaires. Et lorsque le dialogue est impossible les actionnaires minoritaires recourent aux tribunaux.

2.5.2. L'intensité de l'activisme

Nombre de critères d'activisme subis par une firme	Fréquence	Pourcentage	Pourcentage cumulé
0	242	85,2%	85,2%
1	22	7,7%	93%
2	8	2,8%	95,8%
3	6	2,1%	97,9%
4	5	1,8%	99,6%
5	0	0%	99,6%
6	1	0,4%	100%
Total	284	100%	

Tableau 22 : Proportion des firmes par nombre d'évènements d'activisme

Ce tableau traduit l'intensité de l'activisme pour les firmes de l'échantillon. Sur les modes ou thèmes de contestation relevée dans l'étude, seule une société comptabilise un maximum de six critères d'activisme en même temps sur une période d'un an. Par exemple, le fait qu'il y ait 242 firmes avec 0 actes d'activisme ne veut pas dire qu'il y ait 242 firmes qui n'ont pas reçu d'activisme du tout sur la période. Ce tableau ne comptabilise que le nombre de fois où apparaît un évènement d'activisme. D'après cela, 85,2% des firmes de l'échantillon n'ont pas eu un seul évènement d'activisme. 7,7% des firmes ont reçu 1 acte d'activisme et ceci décroît au fur et à mesure.

Le résultat principal qui se dégage de ce tableau est qu'il est difficile de dire d'après ces chiffres qu'il y ait un « *harcèlement* » des minoritaires sur les dirigeants des grandes firmes cotées. Lorsque les actionnaires sont mécontents, ils avertissement dans la majorité des cas les dirigeants une seule fois ou n'agissent qu'une seule fois contre ces derniers. Ceci conforte l'idée d'une gradation de l'activisme. Les actionnaires minoritaires recourant à un outil de contestation après l'autre, lorsque leurs revendications ne se font pas entendre.

2.5.3. Tableau de corrélation des critères d'activisme

L'existence de plusieurs types d'activisme dans une firme pose la question de l'existence d'un lien entre les différentes formes de contestation. Sont-elles reliées les unes aux autres ? Puisqu'il est question de gradation des actes d'activisme, un test de corrélation va permettre de voir les corrélations entre les différents critères d'activisme. Un test de Spearman's rho (voir **Annexe 9**) permet de faire un test de corrélation non paramétrique. Toutes les corrélations relevées sont significatives à 1%.

Le critère de contestation des dirigeants (C_DIR) est corrélé positivement à la contestation de la rémunération (C_REM) et à la contestation des résultats de la firme (C_RES). Un premier résultat logique dans la mesure où dans le premier cas les dirigeants sont directement concernés, et dans le second cas, ils sont responsables des performances de la firme. Ensuite, l'intervention en assemblée générale par des actionnaires minoritaires (Interv_AG) est un bon moyen pour les actionnaires mécontents de s'adresser directement aux dirigeants donc il est

logique de les retrouver ensemble. Quant au dépôt de plainte auprès de l'AMF (corrélation significative à 5%) et au dépôt de plainte en justice, il s'agit généralement de cas extrêmes concernant la gestion de la société. La demande de tenue d'une assemblée générale extraordinaire concerne des questions qui sont urgentes pour les actionnaires.

Le critère de contestation de la rémunération est corrélé positivement à la contestation de l'équité d'une opération. De même que pour la contestation des dirigeants, la contestation de la rémunération des dirigeants s'exprime de la même manière au travers d'intervention en AG, le dépôt d'une plainte auprès de l'AMF ou des tribunaux et à la demande d'une AGE.
La contestation de l'équité d'une opération (surtout liée à des problèmes d'évaluation du prix d'une transaction) est surtout corrélée avec les dispositifs d'expression des actionnaires tels que les interventions en AG ou des plaintes auprès de l'AMF et de la justice. L'intervention en AG est corrélée positivement avec les dépôts de plainte auprès de l'AMF et de la justice ainsi qu'à la demande d'AGE.

Les plaintes auprès de l'AMF sont corrélées positivement aux plaintes en justice ce qui est assez important dans le sens où l'autorité seule de l'AMF ne semble pas suffire à répondre aux attentes des actionnaires mécontents. Elles sont corrélées positivement à la demande d'AGE.

Les plaintes en justice sont liées positivement aux demandes d'AGE. Cela traduit la faiblesse des mécanismes de gouvernance interne des sociétés. L'appel à des autorités externes supérieurs montre le manque de communication existant entre actionnaires et dirigeants au premier abord. Mais la demande d'AGE est exceptionnelle, si elle peut être considérée comme un signal fort d'activisme, elle n'est pas non plus un mécanisme très important. En pratique, la longueur des procédures fait qu'il est plus opportun et plus économique d'attendre la prochaine session de l'assemblée générale des actionnaires.

Après avoir étudié indépendamment les éléments de l'activisme et de la gouvernance, leur mise en relation a pour effet de donner une série de résultats permettant de répondre aux hypothèses énoncées.

2.6. Résultats des relations entre activisme et index de gouvernance

La constitution d'index de gouvernance a permis de comparer les firmes. En ajoutant les éléments de l'activisme, l'idée est de montrer si les firmes mieux gouvernées sont moins ciblées que les autres.

2.6.1. Répartition de l'activisme par index de gouvernance

Cet histogramme représente l'activisme reçu pour chaque catégorie d'index de gouvernance. Les effectifs sont différents d'une catégorie d'index à une autre, c'est pourquoi les proportions entre les index de gouvernance sont différentes. Ici, ce sont les classements des différents critères caractérisant l'activisme reçu pour chaque index qui sont intéressants. Il est ainsi possible de voir si le niveau de respect des règles de bonne gouvernance a un effet sur les modalités de la contestation choisie par les actionnaires minoritaires.

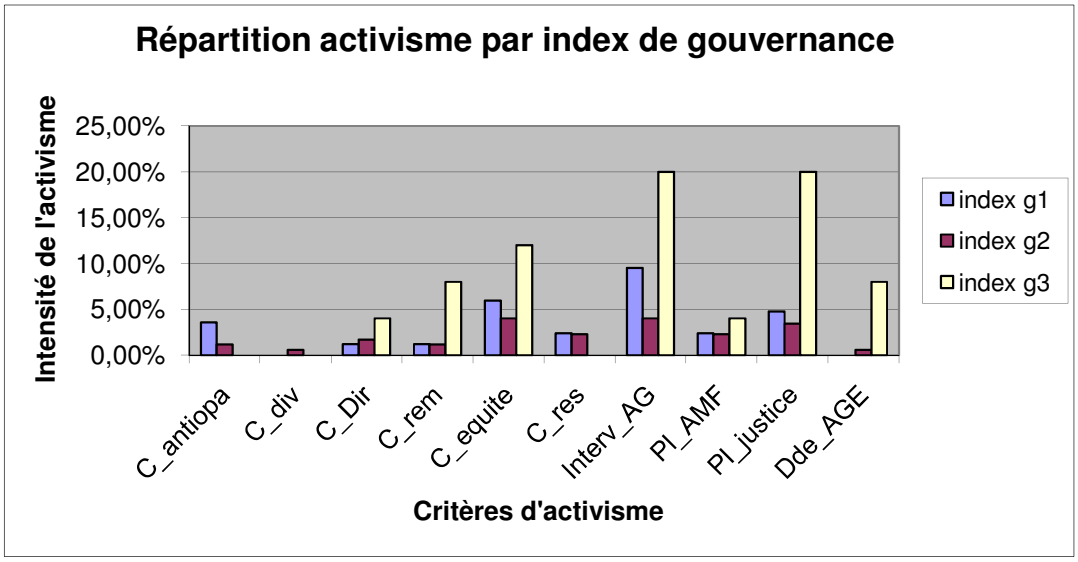


Figure 5 : Répartition de l'activisme par index de gouvernance

Quel que soit les index de gouvernance, on observe que ce sont la contestation de l'équité d'une opération, le recours à une intervention en assemblée générale et le dépôt de plainte en justice qui sont les trois expressions de l'activisme les plus utilisées. La récurrence de ces trois

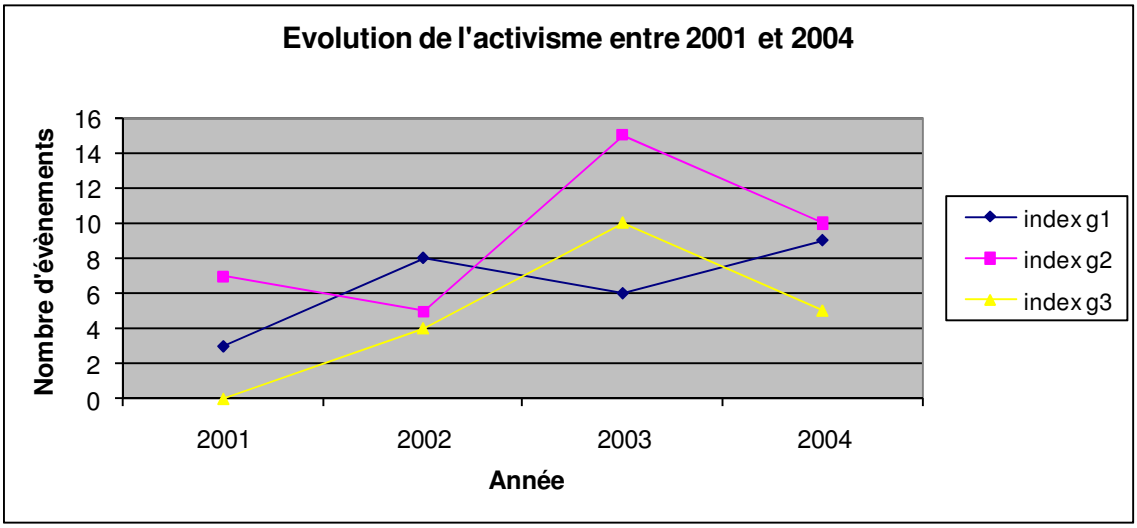
critères d'activisme donne à première vue l'idée d'un même mode de contestation. Mais, une analyse plus rigoureuse montre des disparités dans les pratiques. Dans l'index g1, les actionnaires minoritaires ont deux fois plus recours à l'intervention en assemblée générale que le dépôt de plainte en justice. Enfin, il n'y a aucune revendication à propos de question de dividende et aucune demande de tenue d'une assemblée générale extraordinaire contrairement aux deux autres index de gouvernance.

Dans l'index g2, toutes les formes de contestation sont utilisées mais aucunes ne semblent vraiment prendre le dessus sur les autres, mais les trois critères précédemment cités restent quand même en tête du classement. Comme dans l'index g1, le dépôt d'une plainte en justice est moins fréquent que pour les deux autres sujets de contestation et les questions de dividende et la demande d'une AGE sont les deux thèmes les plus faiblement abordés par les actionnaires.

Dans l'index g3, l'intervention en assemblée générale et le dépôt de plainte en justice qui sont les expressions de l'activisme les plus fréquemment rencontrés. Ici, le recours à la plainte en justice est au même niveau que l'intervention en AG contrairement aux deux autres index de gouvernance. Par contre, il n'y a aucune contestation concernant des mesures anti-OPA ni concernant les dividendes. De même, il n'y a pas non plus de conflits entre dirigeants et actionnaires concernant les résultats de la firme. L'absence de ces trois types de contestation semble dénoter le bon respect des principes d'équité pour les firmes suivant les recommandations en matière de bonne gouvernance.

2.6.2. Nombre d'évènements d'activisme par index de gouvernance

Après avoir vu l'évolution du nombre des entreprises composant les trois index de gouvernance, il est possible de recenser le nombre d'actions menées par les actionnaires minoritaires par rapport au degré de gouvernance suivi par les sociétés composants l'échantillon.



Graphique 4 : Evolution de l'activisme entre 2001 et 2004

Première observation, quel que soit son index de gouvernance, une firme peut être touchée par un évènement d'activisme. Le degré de suivi des recommandations en matière de bonne gouvernance n'empêche pas à première vue la contestation des actionnaires minoritaires. Par contre comme, il a été noté auparavant, la qualité de la gouvernance réside aussi dans l'expression de ces derniers par rapport aux problèmes que peuvent rencontrer les sociétés cotées de cet échantillon. Il est difficile d'identifier une tendance claire de l'évolution de l'activisme pour les différents index de gouvernance.

Nombre d'activisme	2001	2002	2003	2004
index g1	3	8	6	9
index g2	7	5	15	10
index g3	0	4	10	5

Tableau 23 : Nombre d'activisme par index de gouvernance

Mais en se fondant sur l'évolution entre 2001 et 2004, il est possible à la vue de l'ensemble du graphique et des chiffres de dire que la tendance est plutôt à la hausse pour l'ensemble des sociétés. Le nombre d'évènements d'activisme triple pour l'index g1, passant de 3 à 9 actions de contestations entre 2001 et 2004. Ce nombre passe de 7 à 10 actions d'activisme pour l'index g2 après avoir plus que doublé que 2003. Et enfin, alors que l'index g3 ne subit

aucun évènement d'activisme en 2001, il y en a 4 en 2002 pour plus que doublé en 2003 puis revenir à 5 en 2004.

Graphiquement, il est intéressant de noter la similitude des tendances de l'activisme entre l'index g2 et g3 à des amplitudes différentes tout au long de la période d'analyse. Ceci semble confirmer l'idée qu'il n'y ait qu'un certain nombre de critères qui compterait réellement. Et il semble que ce nombre de critères de gouvernance appartienne à l'index g2. En d'autres termes, à partir d'un certain nombre de critères de gouvernance, il est possible d'émettre l'idée que l'apport de critères supplémentaires semble avoir un effet marginal sur la qualité de traitement des actionnaires minoritaires. L'activisme ciblant les firmes de l'index g1 ont graphiquement un comportement totalement inverse. Cela pourrait confirmer l'idée qu'en dessous d'un certain nombre de critères, le traitement des actionnaires, et donc, l'expression de leur mécontentement est différents des firmes mieux gouvernées. Il est surtout notable pour l'année 2003 où l'activisme est au plus haut pour l'index g2 et g3 alors qu'il est presque au plus bas pour l'index g1.

Au vu des raisons de l'activisme, les performances rentrent en compte dans la prise de décision des actionnaires minoritaires. Mais le problème est de savoir à quel point il est pour déclencher une réaction de leurs parts.

3. Etude descriptive sur la performance mesurée par le ROA et par le ROE

Des tests de comparaison de moyenne sont appliqués afin de déterminer l'influence de la performance.

3.1. Tests de comparaison de moyennes sur les mesures en termes de ROA

Le *« return on assets »* a été relevé pour toutes firmes de l'échantillon afin d'être utilisé dans l'élaboration d'un outil de comparaison entre les différents éléments étudiés.

3.1.1. ROA moyen par firmes

Le tableau ROA*REF (**Annexe 10**) représente la moyenne des ROA sur la période de référence pour chaque société de l'échantillon, ainsi que la variance des ROA qui leur est attachée. Les performances sont très variables d'une société à une autre, et la grande dispersion des performances réalisées d'une année sur l'autre rend plus difficile l'établissement d'une analyse de la performance réelle des sociétés de l'échantillon. Mais, ces données ont été prélevées sur une base de données boursière (Boursorama) et leur fiabilité dépend de la qualité des informations fournies par les opérateurs eux-mêmes. La méthode de calcul étant connue, il y a de fortes chances que la forte variance des résultats provienne de l'information comptable même des firmes. Dans la mesure où l'étude est d'une certaine manière basée sur la perception de la performance des sociétés par les actionnaires minoritaires, ces derniers n'ont techniquement pas plus de moyens de s'assurer de la bonne fiabilité des données et doivent, eux aussi, se reposer sur ce type de fournisseurs d'information.

3.1.2. ROA moyen annuel pour l'ensemble des firmes de l'échantillon

Ce tableau représente la performance moyenne pour l'ensemble des sociétés de l'échantillon durant une année. Il apparaît des performances moyennes entre 1,1% et 4,14% entre 2001 et 2004, ce qui à première vue semble cohérent. Mais, ce résultat cache une grande disparité, mesurée par la variance des données, entre les années étudiées. Le plus notable étant l'année 2003, cette année cumule à la fois le ROA moyen le plus faible avec 1,1% et la plus forte variance avec 1043,247. Ce résultat soutient l'idée d'une forte influence du contexte général sur l'activisme, puisque l'année 2003 est une année charnière dans la montée de l'activisme.

ROA * ANNEE

ROA

ANNEE	Mean	N	Std. Deviation	Variance	Minimum	Maximum
2001	3,16	71	8,668	75,135	-23	32
2002	4,14	71	13,163	173,271	-45	57
2003	1,10	71	32,299	1043,247	-232	109
2004	3,16	71	16,361	267,679	-103	39
Total	2,89	284	19,670	386,927	-232	109

Tableau 24 : ROA moyen par année

3.1.3. ROA moyen par nombre de critères de bonne gouvernance suivis

Ce tableau représente le ROA moyen pour chaque niveau de critères de bonne gouvernance suivi. Théoriquement, les firmes respectant un nombre élevé de critères de bonne gouvernance devraient avoir une meilleure performance que les firmes mal gouvernées.

Le nombre de critères s'arrête à huit car aucune entreprise ne respecte le maximum de critères de bonne gouvernance, soit 10 critères. Le fait le plus frappant dans ce tableau est que le ROA des firmes ne respectant aucuns critères de bonne gouvernance est pratiquement le même que celui des firmes qui en respectent huit (en fait il n'y en a qu'une).

Il est difficile de voir une relation entre le nombre de critères respectés et le ROA moyen. Pratiquement tous les ROA sont positifs sauf pour les entreprises respectant 7 critères avec -7,11% mais la très grande variance atténue la portée de ce résultat. D'ailleurs, la variance pour l'ensemble des résultats est très élevée.

ROA * Nbrcritere

ROA

Nbrcritere	Mean	N	Std. Deviation	Variance	Minimum	Maximum
0	5,27	6	3,182	10,127	0	9
1	2,58	29	10,381	107,765	-41	24
2	3,61	62	5,910	34,931	-21	18
3	2,71	90	10,105	102,110	-45	35
4	3,63	48	10,820	117,082	-25	45
5	5,32	24	32,237	1039,247	-103	109
6	1,34	13	16,280	265,030	-39	26
7	-7,11	11	78,262	6124,918	-232	57
8	5,73	1	,	,	6	6
Total	2,89	284	19,670	386,927	-232	109

Tableau 25 : ROA par nombre de critères de bonne gouvernance

3.1.4. ROA moyen par catégorie d'index de gouvernance

Ce tableau représente le ROA moyen pour chaque index de gouvernance. Théoriquement, les ROA des firmes de l'index de gouvernance 3 devraient être supérieures à l'index de gouvernance 1 et 2. D'après les résultats de l'analyse, les firmes appartenant à l'index g3 ont un ROA moyen négatif (-2,2%), mais ici encore, la variance est très élevée pour les firmes de cet

index de gouvernance et la portée de ce résultat est atténuée. Ce sont les firmes de l'index g1 qui possèdent le ROA le plus élevé.

ROA * INDGOUV

ROA						
INDGOUV	Mean	N	Std. Deviation	Variance	Minimum	Maximum
1	3,49	84	7,337	53,831	-41	24
2	3,33	175	15,048	226,431	-103	109
3	-2,20	25	52,010	2705,049	-232	57
Total	2,89	284	19,670	386,927	-232	109

Tableau 26 : ROA moyen par catégorie d'index de gouvernance

3.1.5. ROA moyen pour les firmes touchées ou non par de l'activisme

Ce tableau donne le ROA moyen pour l'échantillon des firmes ayant subi de l'activisme et pour l'échantillon des firmes sans activisme. Théoriquement, les firmes ayant subi de l'activisme devraient avoir une performance inférieure aux autres.

Les résultats corroborent cette affirmation puisque la moyenne des ROA pour les firmes n'ayant subi aucun activisme est de 4,76%, ce qui est tout à fait dans la norme, alors que pour les firmes ayant subi de l'activisme, la moyenne des ROA est négatif à -7,45%. Mais ici encore, la variance des données est très élevée, surtout pour l'échantillon des firmes ayant subi de l'activisme.

ROA * activisme

ROA						
activisme	Mean	N	Std. Deviation	Variance	Minimum	Maximum
0	4,76	242	13,955	194,732	-103	109
1	-7,45	41	37,612	1414,689	-232	14
Total	2,99	283	19,637	385,594	-232	109

Tableau 27 : ROA moyen pour les firmes touchées ou non par de l'activisme

3.1.6. ROA moyen par niveau d'intensité de l'activisme

Ce tableau représente le ROA moyen pour chaque niveau d'intensité de l'activisme. Les entreprises reçoivent entre 0 et 6 types d'évènements d'activisme différents. Logiquement, les sociétés qui ont subi de l'activisme sont des sociétés peu performantes et par conséquent, celles qui n'en ont pas reçu devraient être en bonne santé financièrement, donc avec un ROA moyen dans la norme.

Les résultats semblent corroborer les précédentes affirmations puisque les firmes ne subissant aucun évènement d'activisme ont un niveau de ROA moyen de 4,76%, dès qu'elles subissent un évènement d'activisme, le ROA diminue fortement mais reste positif à 0,46%. Par contre, à partir de 2 critères, le ROA moyen des firmes est négatif et décroissant jusqu'à -58,09% pour les entreprises subissant 4 critères d'activisme et -24,68% pour celles qui ont 6 critères (mais il y a qu'une seule entreprise). Mais de même que pour les résultats précédents, les variances entre les données sont importantes.

ROA * totactivi

ROA

totactivi	Mean	N	Std. Deviation	Variance	Minimum	Maximum
0	4,76	242	13,955	194,732	-103	109
1	,46	22	8,540	72,934	-29	9
2	-1,09	8	12,550	157,500	-23	14
3	-2,72	6	8,441	71,252	-12	8
4	-58,09	5	98,663	9734,360	-232	3
6	-24,68	1	,	,	-25	-25
Total	2,89	284	19,670	386,927	-232	109

Tableau 28 : ROA moyen par niveau d'intensité de l'activisme

3.1.7. ROA moyen par nature de propriété : patrimoniale, familiale et managériale

Ces tableaux rapportent le ROA moyen attaché à la nature du contrôle des sociétés de l'échantillon. Les firmes patrimoniales ont un ROA moyen de 4,41%, les firmes familiales ont un ROA moyen de 4,59%. Les performances de ces deux types de firmes sont assez proches alors que pour les firmes managériales, le ROA moyen n'est que de 2,52%, ce qui est bien inférieur aux deux autres types de contrôle. La variance pour le caractère managérial est beaucoup plus élevée que pour les deux autres types de contrôle.

ROA * Patrimoniale

ROA

Patrimoniale	Mean	N	Std. Deviation	Variance	Minimum	Maximum
0	2,52	228	21,748	472,997	-232	109
1	4,41	56	5,982	35,789	-26	18
Total	2,89	284	19,670	386,927	-232	109

Tableau 29 : ROA moyen pour les firmes patrimoniales sur l'ensemble de la période

ROA * Familiale

ROA

Familiale	Mean	N	Std. Deviation	Variance	Minimum	Maximum
0	2,61	244	21,045	442,877	-232	109
1	4,59	40	6,694	44,804	-26	18
Total	2,89	284	19,670	386,927	-232	109

Tableau 30 : ROA moyen pour les firmes familiales sur l'ensemble de la période

ROA * Manageriale

ROA

Manageriale	Mean	N	Std. Deviation	Variance	Minimum	Maximum
0	4,41	56	5,982	35,789	-26	18
1	2,52	228	21,748	472,997	-232	109
Total	2,89	284	19,670	386,927	-232	109

Tableau 31 : ROA moyen pour les firmes managériales sur l'ensemble de la période

3.1.8. ROA moyen pour les critères de concentration du capital

Ces deux tableaux donnent la moyenne des ROA pour les firmes ayant le caractère CINF5A et FSUP50, c'est-à-dire, pour les firmes dont le contrôle effectif appartient à moins de cinq actionnaires identifiés et pour les firmes dont le flottant est supérieur à 50% du capital.

La moyenne des ROA des firmes n'ayant pas d'actionnaire de contrôle est de -0,37% ce qui est très faible alors que pour les entreprises étroitement contrôlées, le ROA moyen est 4,92% ce qui est plus dans la norme des performances. A l'inverse, les firmes dont le flottant est supérieur à 50% du capital, la moyenne des ROA est très faible avec 0,78%, alors que celles dont le flottant est inférieur à 50%, le ROA moyen est 4,97% ce qui est au même niveau que le résultat précédent.

ROA * CINF5A

ROA

CINF5A	Mean	N	Std. Deviation	Variance	Minimum	Maximum
0	-,37	109	27,542	758,555	-232	57
1	4,92	175	12,151	147,655	-45	109
Total	2,89	284	19,670	386,927	-232	109

Tableau 32 : ROA moyen pour les firmes contrôlées par au moins cinq actionnaires

ROA * FSUP50

ROA

FSUP50	Mean	N	Std. Deviation	Variance	Minimum	Maximum
0	4,97	143	8,874	78,744	-45	45
1	,78	141	26,333	693,411	-232	109
Total	2,89	284	19,670	386,927	-232	109

Tableau 33 : ROA moyen pour les firmes dont le capital public est supérieur à 50%

3.2. Tests de comparaison de moyennes pour la performance mesurée par le ROE

Le *« return on equity »* a été relevé pour toutes firmes de l'échantillon afin d'être utilisé dans l'élaboration d'un outil de comparaison entre les différents éléments étudiés.

3.2.1. ROE moyen par firmes

Le tableau ROE*REF (**Annexe 11**) représente la moyenne des ROE des firmes de l'échantillon pour l'ensemble de la période étudiée, ainsi que la variance des ROE qui leur est attachée. Les performances sont extrêmement variables d'une société à une autre, et la variance des ROE est encore plus grande que pour les ROA. Mais, dans la mesure où l'actionnaire minoritaire n'est pas en mesure d'avoir d'autres types d'information sur la profitabilité de la firme, la qualité de ces données est adéquate pour cette analyse puisqu'elle reflète la perception des actionnaires minoritaires.

3.2.2. ROE moyen annuel pour l'ensemble des firmes de l'échantillon

Ce tableau représente le ROE moyen pour l'ensemble des firmes de l'échantillon pour chaque année. L'écart des ROE moyens est très important d'une année sur l'autre allant de -11,82% à 177,92%. La variance pour l'année 2002 est très grande, elle atteint 2103575,711. Contrairement, au même tableau pour le ROA, les performances mesurées par le ROE moyen sont négatifs. Cependant, dans le tableau des ROA les années 2003 et 2004 sont des années de baisses. Le ROE moyen pour l'année 2003 est de -5,74% et pour l'année 2004, il est de -11,82%.

Ces deux années sont nettement en retrait par rapport à 2001 et 2002 avec respectivement 7,4% et 177,92%.

ROE * ANNEE

ROE

ANNEE	Mean	N	Std. Deviation	Variance	Minimum	Maximum
2001	7,4063	71	14,84326	220,322	-49,35	45,70
2002	177,9255	71	1450,37089	2103575,711	-106,45	12225,73
2003	-5,7493	71	65,29316	4263,196	-489,45	24,65
2004	-11,8201	71	119,45276	14268,963	-738,15	34,36
Total	41,9406	284	728,82900	531191,717	-738,15	12225,73

Tableau 34 : ROE moyen par année

3.2.3. ROE moyen par nombre de critères de bonne gouvernance suivis

Ce tableau représente le ROE moyen pour chaque niveau de gouvernance respecté par les sociétés de l'échantillon durant la période d'étude. Comme pour le ROA, théoriquement plus une entreprise respecte les bons critères de gouvernance et plus sa performance devrait être bonne. Mais ici encore, il faut noter que les firmes ne respectant aucun critère ont un ROE moyen positif et même assez élevé par rapport aux autres niveaux de gouvernance. Il semblerait d'après les résultats que plus le nombre de critères respectés augmente et plus les ROE moyens sont à la baisse. Excepté pour les entreprises respectant 3 critères de gouvernance, les ROE moyens sont tous négatifs entre 4 et 8 critères de gouvernance respectés. Mais le résultat trouvé pour les firmes respectant 3 critères prêtent à caution vu le niveau élevé de la variance.

ROE * Nbrcritere

ROE

Nbrcritere	Mean	N	Std. Deviation	Variance	Minimum	Maximum
0	16,2633	6	12,91765	166,866	,20	31,79
1	6,9128	29	15,85302	251,318	-42,21	23,41
2	-1,4113	62	85,92235	7382,649	-662,37	22,71
3	141,4023	90	1288,23552	1659550,760	-78,22	12225,73
4	-4,4115	48	72,86491	5309,295	-489,45	25,13
5	-23,7158	24	154,11425	23751,202	-738,15	34,36
6	-15,4485	13	55,51377	3081,779	-166,12	14,55
7	-4,8018	11	39,12619	1530,859	-114,87	18,42
8	8,9500	1	,	,	8,95	8,95
Total	41,9406	284	728,82900	531191,717	-738,15	12225,73

Tableau 35 : ROE par nombre de critères de bonne gouvernance

3.2.4. ROE moyen par catégorie d'index de gouvernance

Ce tableau présente le ROE moyen par index de gouvernance. Théoriquement, les firmes de l'index g3 devrait être plus performante que les index g2 et g1.

Les résultats infirment l'idée précédente puisque les firmes de l'index g3 ont un ROE moyen négatif de -9,78%, alors que les sociétés de l'index g2 ont un ROE moyen de 68,71%. Mais ici encore, le niveau de la variance est très important mais finalement ces résultats sont assez semblables aux résultats des ROA.

ROE * INDGOUV

ROE

INDGOUV	Mean	N	Std. Deviation	Variance	Minimum	Maximum
1	1,5610	84	74,34299	5526,880	-662,37	31,79
2	68,7126	175	926,88424	859114,394	-738,15	12225,73
3	-9,7880	25	47,13945	2222,128	-166,12	18,42
Total	41,9406	284	728,82900	531191,717	-738,15	12225,73

Tableau 36 : ROE moyen par nombre de critères de bonne gouvernance suivis

3.2.5. ROE moyen pour les firmes touchées ou non par de l'activisme

Ce tableau donne le ROE moyen pour l'échantillon des firmes ayant subies de l'activisme et pour l'échantillon des firmes sans activisme. Théoriquement, les firmes ayant subi de l'activisme devraient avoir une performance inférieure aux autres.

Les résultats corroborent l'idée énoncée puisque les firmes touchées par de l'activisme ont un ROE moyen négatif de -43,5%. A l'inverse, les firmes non touchées par de l'activisme ont un ROE moyen de 58,61%. Les variances sont aussi très élevées, surtout pour les entreprises n'ayant pas subi d'activisme contrairement à l'analyse par rapport au ROA.

ROE * activisme

ROE

activisme	Mean	N	Std. Deviation	Variance	Minimum	Maximum
0	58,6131	242	785,51282	617030,395	-96,36	12225,73
1	-43,5071	41	156,03943	24348,304	-738,15	20,39
Total	43,8183	283	729,43163	532070,504	-738,15	12225,73

Tableau 37 : ROE moyen pour les firmes touchées ou non par de l'activisme

3.2.6. ROE moyen par niveau d'intensité de l'activisme

Ce tableau rassemble les ROE moyens pour chaque niveau d'activisme touchant les sociétés de l'échantillon. Normalement, plus une firme subie de l'activisme et plus cela doit traduire le mécontentement des actionnaires minoritaires. A l'inverse, les firmes ne connaissant pas d'activisme doivent avoir une meilleure performance.

D'après les résultats, les firmes n'ayant subies aucune forme d'activisme ont un ROE moyen beaucoup plus élevé que les firmes ayant subies au moins une forme d'activisme. En dehors des entreprises ayant subies deux évènements d'activisme dont le ROE moyen est de 1,74%, toutes les sociétés ont un ROE moyen négatif, entre -32,12% à -489,45%. Une seule firme est touchée par 6 formes d'activisme différentes, mais son ROE moyen est extrêmement

bas. Les niveaux des variances de ces données sont toujours très élevés car il y a une dispersion des ROE.

ROE * totactivi

ROE

totactivi	Mean	N	Std. Deviation	Variance	Minimum	Maximum
0	58,6131	242	785,51282	617030,395	-96,36	12225,73
1	-32,1255	22	159,27686	25369,117	-738,15	20,39
2	1,7450	8	15,52652	241,073	-26,64	18,02
3	-110,8783	6	270,62383	73237,258	-662,37	16,02
4	-85,1440	5	67,40458	4543,378	-166,12	8,84
6	-489,4500	1	,	,	-489,45	-489,45
Total	41,9406	284	728,82900	531191,717	-738,15	12225,73

Tableau 38 : ROE moyen pour les firmes touchées ou non par de l'activisme

3.2.7. ROE moyen par nature de propriété : patrimoniale, familiale et managérial

Ces tableaux rapportent le ROE moyen attaché à la nature du contrôle des sociétés de l'échantillon. Les firmes patrimoniales ont un ROE moyen de 10,02%, les firmes familiales ont un ROE moyen de 8,1% et enfin les firmes managériales ont un ROE moyen de 49,77%. Les performances des firmes familiales et patrimoniales sont assez proches comme dans le cas de l'analyse par rapport au ROA. Mais contrairement à cette dernière, les firmes managériales disposent de meilleures performances en terme de ROE, mais la variance est tellement élevée ici encore que la portée de ce résultat doit être nuancé.

ROE * Patrimoniale

ROE

Patrimoniale	Mean	N	Std. Deviation	Variance	Minimum	Maximum
0	49,7797	228	813,56528	661888,461	-738,15	12225,73
1	10,0243	56	11,69307	136,728	-50,64	29,63
Total	41,9406	284	728,82900	531191,717	-738,15	12225,73

Tableau 39 : ROE moyen pour les firmes patrimoniales

ROE * Familiale

ROE

Familiale	Mean	N	Std. Deviation	Variance	Minimum	Maximum
0	47,4869	244	786,37859	618391,284	-738,15	12225,73
1	8,1083	40	11,18956	125,206	-50,64	20,82
Total	41,9406	284	728,82900	531191,717	-738,15	12225,73

Tableau 40 : ROE moyen pour les firmes familiales sur l'ensemble de la période

ROE * Manageriale

ROE

Manageriale	Mean	N	Std. Deviation	Variance	Minimum	Maximum
0	10,0243	56	11,69307	136,728	-50,64	29,63
1	49,7797	228	813,56528	661888,461	-738,15	12225,73
Total	41,9406	284	728,82900	531191,717	-738,15	12225,73

Tableau 41 : ROE moyen pour les firmes managériales sur l'ensemble de la période

3.2.8. ROE moyen pour les critères de concentration du capital

Ces deux tableaux donnent les ROE moyens pour les firmes contrôlées par moins de cinq actionnaires identifiables et pour les firmes dont le flottant est supérieur à 50%. Les firmes contrôlées étroitement ont un ROE moyen de 78,71%, ce qui est bien supérieur aux firmes caractérisées par Fsup50 qui ont un ROE négatif de -12,11%. Cette proportion est semblable à l'analyse par rapport au ROA mais dans cette dernière il n'y a pas de ROA négatif pour Fsup50. Les variances restent très élevées. Mais, il est intéressant de noter que les firmes ne possédant pas le caractère CINF5A ont un ROE négatif alors que les firmes ne possédant pas le caractère Fsup50 ont un ROE moyen élevé de 95,24%. Ceci, traduit assez bien le caractère antinomique de ces deux critères de contrôle.

ROE * CINF5A

ROE

CINF5A	Mean	N	Std. Deviation	Variance	Minimum	Maximum
0	-17,1023	109	109,09508	11901,736	-738,15	30,82
1	78,7159	175	923,58999	853018,470	-50,64	12225,73
Total	41,9406	284	728,82900	531191,717	-738,15	12225,73

Tableau 42 : ROE moyen pour les firmes contrôlées par au moins cinq actionnaires

ROE * FSUP50

ROE

FSUP50	Mean	N	Std. Deviation	Variance	Minimum	Maximum
0	95,2434	143	1021,60511	1043677,007	-50,64	12225,73
1	-12,1182	141	96,61335	9334,139	-738,15	45,70
Total	41,9406	284	728,82900	531191,717	-738,15	12225,73

Tableau 43 : ROE moyen pour les firmes dont le capital public est supérieur à 50%

Pour faciliter la compréhension de la recherche sur la relation entre activisme et performances, les résultats financiers des entreprises de l'échantillon se regroupés par classes composant un index de performance. La catégorisation définit de façon plus simple la situation boursière de ces sociétés en gommant les effets de variance constatés avec les valeurs absolues.

4. Relation entre les évènements d'activisme et les index de gouvernance et de performance

L'utilisation de cet index regroupant les ROE permet d'établir des relations entre activisme et index de gouvernance en fonction de la performance. Ceci contribue à la définition d'un modèle de régression logistique

4.1. Activisme par index de performance

Cet histogramme représente le nombre d'évènements d'activisme pour chaque classe de performance durant toute la période de l'étude. L'index p4 est la classe pivot de l'étude puisqu'il représente les entreprises dont le ROE est en 0 et 5%.

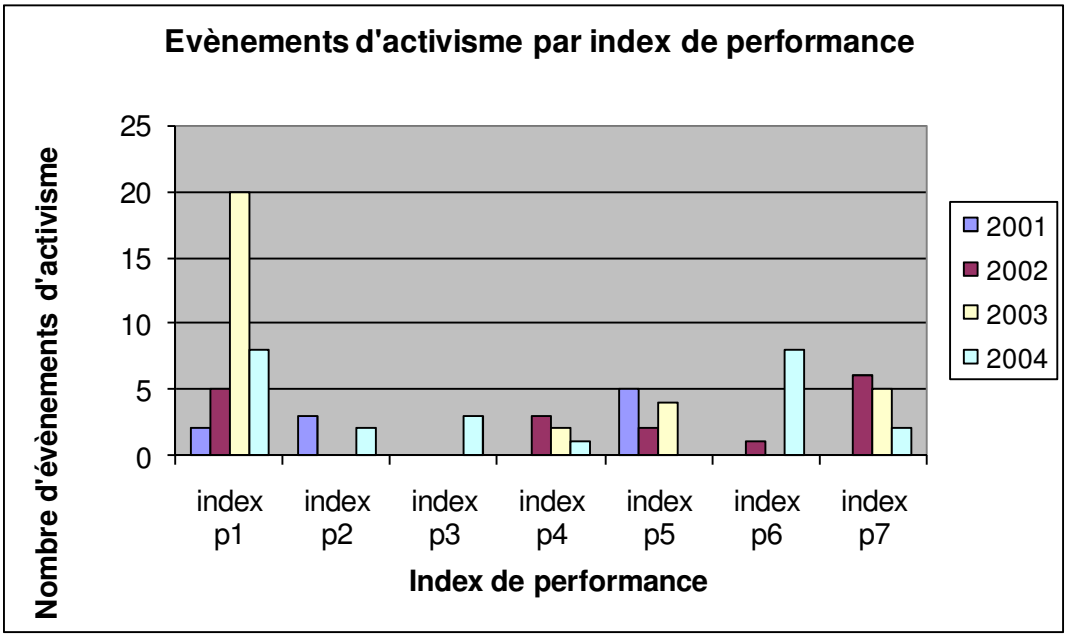


Figure 6 : Evènements d'activisme par index de performance

Théoriquement, les firmes dont les performances sont faibles doivent subir plus d'activisme que les firmes dont les performances sont bonnes, c'est-à-dire au dessus de l'index p4. Les critères de rentabilité exigés peuvent être différents d'un secteur d'activité à un autre. Mais la composition même de l'indice du SBF 120 représente pour la plupart des investisseurs un indice représentatif des attentes des actionnaires. Les firmes de l'échantillon font partie des plus fortes capitalisations boursières françaises, certaines firmes étant même en double cotation sur d'autres marchés, elles doivent par conséquent répondre aux critères internationaux de rentabilité.

	2001	2002	2003	2004
index p1	2	5	20	8
index p2	3	0	0	2
index p3	0	0	0	3
index p4	0	3	2	1
index p5	5	2	4	0
index p6	0	1	0	8
index p7	0	6	5	2

Tableau 44 : Activisme par index de performance

L'année 2001 est assez pauvre en évènement d'activisme mais déjà, il est possible de remarquer qu'il y a autant d'activisme pour les entreprises appartenant à la classe de performance

p5, que pour les entreprises de la classe p1 et p2. Pour l'année 2002, il y a plus d'évènements d'activisme au dessus de l'index p4 qu'en dessous. Par contre en 2003, les firmes sous performantes de l'index p1 sont très largement ciblées par l'activisme des actionnaires minoritaires. D'ailleurs, l'intensité de l'activisme est la plus importante sur la période étudiée.

Cependant, les firmes dont la performance est positive restent aussi touchées dans une moindre mesure. En 2004, il y a autant d'activisme ciblant les firmes appartenant à l'index de performance p1 et p2 que les firmes se trouvant dans l'index p6 et p7. Pour 2004, la contestation cible plus les firmes dont la performance est inférieure à l'index p4. Les firmes sous performantes sont sans conteste ciblées par l'activisme des actionnaires minoritaires, ce qui semble normal étant donné que tout investisseur attend de son placement un rendement positif. Mais, il est légitime de se demander pourquoi ces investisseurs ont gardé leurs actions, plutôt que de les vendre avant que ces titres ne se retrouvent en mauvaise situation.

De même, l'activisme ciblant les firmes appartenant au classe de performance dont le ROE est positif a de quoi surprendre, puisque dans ce cas le rendement positif du cours de l'action ne serait pas alors le seul critère de satisfaction des investisseurs. L'analyse de l'influence de la structure de gouvernance des firmes sur l'activisme est affinée par l'introduction de la performance. Elle met à jour l'interaction entre les trois composants de la recherche.

4.2. Relation activisme par index de gouvernance en fonction de la performance

Cet histogramme représente l'activisme regroupé par index de gouvernance en fonction de leur appartenance aux différentes classes de l'index de performance.

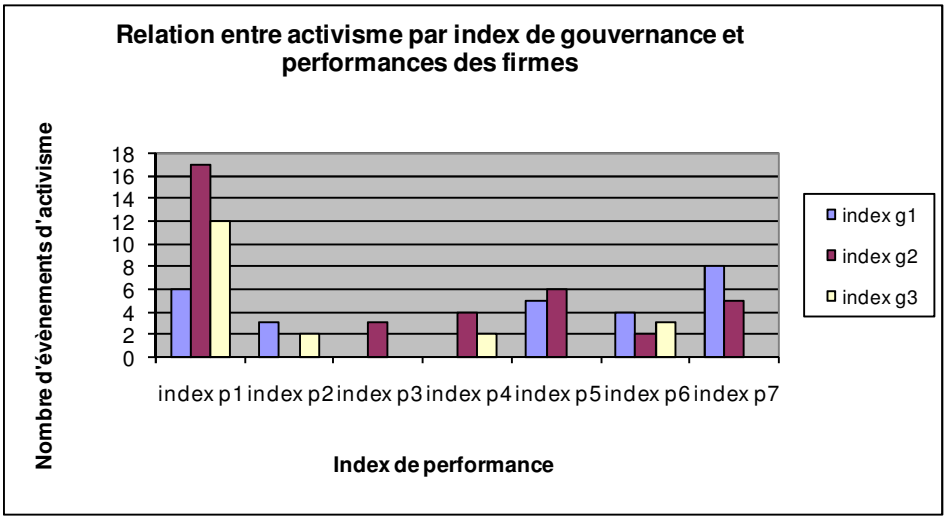


Figure 7 : Activisme par index de gouvernance et de performance

Les firmes appartenant à l'index g1 (firmes respectant entre 0 et 2 critères de gouvernance) subissent beaucoup moins d'activisme que les firmes d'index de gouvernance supérieur lorsque leur performance financière est faible. Le nombre d'évènements d'activisme remonte à partir de l'index de performance p4, niveau à partir duquel la rentabilité pour l'actionnaire est normalement acceptable. Les firmes qui respectent peu les recommandations en terme de gouvernance ont par hypothèse un contrôle plus étroit de l'expression des actionnaires, car si elles n'intègrent pas les critères de bonne gouvernance, c'est qu'elles ne cherchent pas à favoriser la mise en place de contre pouvoirs en leurs seins. C'est une des explications possibles pour ce résultat contre intuitif.

	index g1	Index g2	index g3
index p1	6	17	12
index p2	3	0	2
index p3	0	3	0
index p4	0	4	2
index p5	5	6	0
index p6	4	2	3
index p7	8	5	0

Tableau 45 : Relation de l'activisme avec les index de gouvernance et de performance

La question est de savoir pourquoi les firmes qui sont dans des index de performance plus favorables subissent tout de même de l'activisme. Une des explications possibles réside dans un

conflit sur les fruits du partage des richesses entre catégories d'actionnaires, ou bien les dirigeants relâchent leur contrôle lorsque les performances financières sont bonnes sachant que leur bilan est bon.

Les firmes appartenant à l'index g2 (firmes respectant entre 3 et 5 critères de gouvernance) subissent beaucoup plus d'activisme que les deux autres index de gouvernance. Le niveau de l'activisme reste important quel que soit le niveau de performance de la firme, sauf pour l'index p7. Mais, ce niveau plus élevé d'activisme est aussi dû à l'effectif plus important des firmes appartenant à cet index de gouvernance.

Les firmes de l'index g3 sont les firmes dont le modèle de gouvernance est normalement le meilleur. Elles devraient théoriquement recevoir beaucoup moins de contestation de la part des actionnaires minoritaires puisqu'ils sont par définition mieux respectés. La bonne gouvernance ne garantit pas la performance de la société qui la respecte. Mais lorsque des problèmes surgissent, le traitement équitable de l'ensemble des actionnaires devrait éviter le recours par ces derniers à des actions de protestation. Pourtant, le niveau de l'activisme est deux fois plus important que pour l'index g1. Ceci corrobore l'idée de verrouillage de l'expression des actionnaires minoritaires dans les sociétés suivant peu de critères de bonne gouvernance. Il y a beaucoup moins d'activisme lorsque la performance est positive et que la firme est rentable. Il est possible que ces firmes partagent mieux leur profit. Graphiquement, l'index g3 subit beaucoup moins d'activisme que les index de gouvernance inférieurs.

Dans le prolongement de la méthodologie, les relations entre activisme, gouvernance et performance doivent être testées statistiquement pour vérifier le modèle

4.3. La régression logistique de l'activisme par les déterminants de la structure de gouvernance

L'étude est composée à la fois de données quantitatives et qualitatives. Une grande partie du codage des variables est catégorielle (0 ; 1). Il n'est pas possible d'effectuer des tests de linéarité. La distribution de ces données ne suit pas une loi normale. Seule la régression

logistique permet d'établir une relation de causalité entre ces variables pour des échantillons de cette taille.

4.3.1. La régression logistique

Le modèle de régression logistique permet d'estimer la force de l'association entre une variable qualitative à deux classes (dichotomique) appelée variable *dépendante* et des variables qui peuvent être qualitatives ou quantitatives appelées variables *explicatives* ou indépendantes. La variable dépendante est la survenue ou non de l'événement étudié – activisme des actionnaires minoritaires – et les variables explicatives sont des facteurs susceptibles d'influencer la survenue de l'événement (facteurs d'exposition ou facteurs de confusion). La régression logistique peut être univariée mais son intérêt réside dans son utilisation multivariée puisqu'elle permet, alors, d'estimer la force de l'association entre la variable dépendante et chacune des variables explicatives, tout en tenant compte de l'effet simultané de l'ensemble des autres variables explicatives intégrées dans le modèle. L'association ainsi estimée est dite *« ajustée »* sur l'ensemble des autres facteurs.

On procède à l'étude de la relation entre une variable dépendante binaire Y et des variables explicatives qui peuvent être quantitatives ou qualitatives. La variable dépendante Y représente la survenue d'un évènement d'intérêt : Y =1 si évènement ; Y=0 si pas d'évènement. L'objectif poursuivi est de modéliser E(Y|x) en fonction de x. Conditionnellement aux variables x, les Y sont supposés indépendantes et identiquement distribuées suivant une loi de Bernouilli. Ensuite, l'utilisation de la transformation *« logit »* permet d'obtenir une relation linéaire en fonction des paramètres. L'estimation des paramètres se fait par la méthode du maximum de vraisemblance (*« Likelihood ratio »*). Pour maximiser la log-vraisemblance, des méthodes itératives sont utilisées. Cette itération doit partir d'un point précis, point dont le choix peut appartenir au chercheur. Les estimateurs du maximum de vraisemblance jouissent de *« bonnes »* propriétés lorsque les effectifs sont grands (tendent vers l'infini). Ils convergent vers les valeurs théoriques des paramètres et leur distribution tend vers la distribution normale.

Deux modèles ont été testé afin de confirmer les hypothèses de relation entre l'activisme qui est la variable expliquée et les différentes variables explicatives retenues que sont le niveau de performance (mesuré par le ROE), le niveau de l'index de gouvernance, la structure du contrôle et la nature du contrôle. Les variables explicatives sont tout d'abord testées une par une dans un modèle univarié de régression logistique qui permet de savoir s'il y a une relation positive ou négative entre X et Y. Ensuite, l'utilisation d'un modèle multivarié de régression logistique permet de tester l'existence d'interaction entre les variables explicatives retenues.

4.3.2. Modèle univarié de régression logistique : Y = a X

La probabilité de survenance de l'activisme est expliquée par rapport à une variable explicative à la fois. L'activisme prend la valeur 1 lorsqu'il y a activisme et 0 lorsqu'il n'y en a pas. Ici, l'intensité de l'activisme n'est pas prise en compte (voir **Annexe 12**).

Rappel des hypothèses

Hypothèse 1 : Le niveau de performance mesuré par le ROE a un impact négatif sur l'activisme. En d'autres termes, moins une entreprise est performante et plus elle a de chance de subir de l'activisme. La performance est testée à la fois en valeur et en classe (regroupement des valeurs sous 7 classes, justement pour contrer l'effet des valeurs aberrantes des ROE).

Hypothèse 2 : Le niveau de l'index de gouvernance a une relation négative avec l'activisme. Lorsque le nombre de critère de gouvernance augmente, la probabilité de survenance diminue.

Hypothèse 3 : La structure du contrôle a une influence sur l'activisme. Plus une firme a un capital concentré entre un petit nombre d'actionnaires et moins il y a d'activisme puisque les minoritaires ne peuvent influencer les décisions.

Hypothèse 4 : La nature du contrôle a une influence sur l'activisme. La nature managériale d'une firme doit être en principe plus sensible à l'activisme qu'une entreprise familiale ou patrimoniale.

Résultats : Probabilité de survenance de l'activisme par rapport à la performance ROE en valeur absolue.

Le test du Khi 2 de Wald est significatif au seuil de 5%, le signe du coefficient est négatif (-0,0285). La relation entre activisme et performance mesurée par le ROE en valeur absolue est négative. En d'autres termes, lorsque la valeur du ROE augmente la probabilité de survenance de l'activisme diminue et inversement. L'hypothèse 1 est corroborée statistiquement.

Pour contrôler ce résultat, l'utilisation des classes de performances indexp1 à indexp7 permet d'atténuer les valeurs extrêmes. La probabilité de survenance de l'activisme est testée en procédant à une méthode itérative en partant d'une classe de performance pivot. La Class_Perf 4 (entre 0 et 5) est le paramètre pivot à partir de laquelle la probabilité de survenance de l'activisme est testée. Seul le passage de la classe 4 à la classe 1 est significatif à 5% avec un Khi 2 de Wald de 8,1764. En d'autres termes, lorsqu'on passe de la classe 4 à la classe 1, il y a 8 fois plus de chance d'avoir de l'activisme (Cf. Estimation des rapports de cote). Les signes des coefficients d'estimation sont négatifs pour les classes 6 et 7 mais ils ne sont pas significatifs. En d'autres termes, lorsqu'on passe de la classe 4 aux classes 6 et 7, la relation est négative entre activisme et performance. Quand la performance augmente, la probabilité d'occurrence de l'activisme diminue.

Par rapport à la gouvernance, la probabilité d'occurrence de l'activisme par rapport aux index de gouvernance (index g1 à index g3) est significative à 5% (Khi 2 de Wald de 4,3493), mais seulement lorsque l'on passe de l'index g3 à l'index g2. L'index g3 est le paramètre pivot à partir duquel on teste la probabilité d'occurrence de l'activisme. Les signes des coefficients d'estimation sont négatifs, donc la relation est négative entre activisme et index de gouvernance. Donc, l'hypothèse 2 est vérifiée statistiquement.

Pour le contrôle, il est possible de distinguer les firmes contrôlées (contrôle 1), les firmes non contrôlées (contrôle 2) et les firmes contrôlées minoritairement (contrôle 3). La structure du contrôle est censée avoir une influence sur la probabilité d'occurrence de l'activisme. Le paramètre pivot choisi est contrôle 2 car il est en opposition aux deux autres qui sont plus proches par nature. Les résultats de l'activisme par rapport à la structure du contrôle sont significatifs à 5% (Pr = 0,0015) lorsque l'on passe de contrôle 2 à contrôle 1. Le passage de contrôle 2 à 1 a un impact négatif sur l'activisme (le signe du coefficient est négatif, il est égal à -1,2423), c'est-à-

dire qu'une entreprise qui est contrôlée (Cinf5 = 1) a moins de chance de subir de l'activisme qu'une firme non contrôlée. En conclusion, il y a une relation négative entre activisme et contrôle. L'hypothèse 3 est vérifiée statistiquement.

Pour la nature du contrôle, il est normalement possible de distinguer trois types de firmes : les firmes familiales, les firmes patrimoniales et les firmes managériales. Pour simplifier, il est possible de définir les firmes managériales aux deux autres que l'on peut rassembler comme étant des firmes non managériales. Donc on teste les firmes managériales par rapport aux firmes non managériales. Le résultat est significatif (Pr = 0,015) et le coefficient d'estimation est de 2,4898. La probabilité d'occurrence de l'activisme est liée positivement au caractère managériale de la firme. D'après les estimations des rapports de cote, une firme managériale a 12 fois plus de chance de subir de l'activisme qu'une firme non managériale.

Pour compléter ce résultat, les caractères patrimonial et familial sont testés directement. Pour les firmes patrimoniales, le test du Khi 2 de Wald est significatif à 5% (Pr = 0,015) avec un coefficient d'estimation négatif (-2,4898). Cela veut dire qu'il y a une relation négative entre firme patrimoniale et activisme. Une firme patrimoniale a moins de chance de subir de l'activisme qu'une firme non patrimoniale. De même pour le caractère familial, le test du Khi 2 de Wald est significatif à 5% (Pr = 0,0445) et le coefficient d'estimation est négatif (-2,0632). Cela signifie que la relation entre activisme et le caractère familial de la firme est négative. En d'autres termes, une firme familiale a moins de chance de subir de l'activisme qu'une firme non familiale. L'hypothèse 4 est confirmée statistiquement.

Ces deux résultats sur les firmes patrimoniales et familiales confirment le résultat sur les firmes managériales puisque le sens de la relation est opposé.

Facteurs associés	Coefficient d'estimation	Khi 2 de Wald	Relation avec la probabilité d'occurrence de l'activisme	Vérification des hypothèses
ROE	-0,0285	Significatif à 5% (Pr = 0,0002)	Négative	Hypothèse 1
Index gouvernance	-1,048	Significatif à 5% (Pr = 0,037)	Négative	Hypothèse 2
Firme contrôlée	-1,2423	Significatif à 5% (Pr = 0,015)	Négative	Hypothèse 3
Firme managériale	2,4898	Significatif à 5% (Pr = 0)	Positif	Hypothèse 4
Firme patrimoniale	-2,4898	Significatif à 5% (Pr = 0,015)	Négatif	-
Firme familiale	-2,0632	Significatif à 5% (Pr = 0,0445)	Négatif	-

Tableau 46 : Synthèse des résultats de la régression logistique univariée

4.3.3. Modèle multivarié de régression logistique

$Y = \alpha$ index g + β ROE + γ managérial + Ω contrôle

Dans le modèle multivarié (voir **Annexe 13**), ce sont les interactions entre les différentes variables explicatives qui sont testées. Les variables sont testées par les tests du maximum de vraisemblance. Le maximum de vraisemblance ou « maximum likelihood » est une méthode itérative où il s'agit de trouver, pour les paramètres du modèle, des valeurs estimées qui permettent de minimiser une fonction F qui mesure l'écart entre les valeurs observées de la matrice des variances/covariances et celles de la matrice de variances/covariances prédite par le modèle. Les paramètres sont estimés de manière itérative par un algorithme d'optimisation non linéaire. Dans le cas de la méthode du maximum de vraisemblance, W vaut C^{-1}, l'inverse recalculé à chaque itération de la matrice des variances/covariances prédite.

Les interactions entre les variables sont:

- Managérial vs ROE
- Contrôle vs index de gouvernance
- Managérial vs index gouvernance

- ROE vs contrôle

Seule la variable managériale est retenue pour la nature du contrôle car cette variable se définit par rapport aux deux autres variables familiale et patrimoniale (puisqu'une entreprise managériale est une entreprise ni familiale ni patrimoniale).

La procédure d'élimination des variables explicatives n'a retenue que les variables managériales et la performance mesurée par le ROE. Ce résultat est significatif au seuil de 5% d'après le test du Khi 2 de Wald. L'analyse des estimations de la vraisemblance maximum donne un signe positif pour la variable managériale et un signe négatif pour la variable ROE.
En d'autres termes, une entreprise managériale augmente le risque d'activisme ajusté sur la variable ROE. Et lorsque le ROE augmente de 1 %, le risque de survenance de l'activisme d'une entreprise ajusté sur la variable managériale diminue.

4.3.4. Test d'adéquation du modèle d'Hosmer et Lemeshow

Les logiciels proposant des méthodes d'estimation itératives comme les moindres carrés généralisés ou le maximum de vraisemblance fournissent en général un test du Khi-2 (voir **Annexe 14**). Ce test compare l'hypothèse nulle (c'est-à-dire celle selon laquelle les données sont reliées par les relations spécifiées par le modèle qui est testé) à l'hypothèse alternative (c'est-à-dire celle selon laquelle les variables suivent une distribution multinormale et n'ont aucune association particulière, autrement dit leur matrice de variances/covariances est une matrice définie positive quelconque). Le modèle est considéré comme acceptable si l'hypothèse nulle n'est pas rejetée (en général, $p > 0,05$) contrairement à la situation classique où les modèles sont considérés comme acceptables lorsque l'hypothèse nulle est rejetée. Par conséquent, les erreurs de type II (c'est-à-dire la probabilité de ne pas rejeter l'hypothèse nulle sachant qu'elle est fausse) occupent une place critique dans l'évaluation des modèles de causalité. Malheureusement, la probabilité des erreurs de type II est inconnue.

L'adéquation du modèle est de 92%. Ici, l'hypothèse nulle est que le modèle est adéquat. On accepte le modèle car Pr Khi 2 = 0,92 > 0,05.

Le chapitre 4 avait pour objectif de souligner les déterminants et les objectifs de l'exercice des pouvoirs détenus par les actionnaires. La réalité des pratiques lors des assemblées générales annuelles pose la question de la représentativité de cet organe souverain. Les pratiques sont différentes dans chaque pays. En France, il existe un grand nombre d'obligations d'information pour les sociétés. Elles ont pour objectif d'accroître la transparence et ainsi de freiner les comportements stratégiques au détriment d'une partie des actionnaires. Ces règles protègent finalement aussi bien les actionnaires minoritaires que les majoritaires. L'activisme peut finir par être le dernier recours des investisseurs se sentant coincés dans une opération à laquelle ils ne souhaitent pas participer. La loi a prévu des recours contre les abus. Mais le processus reste difficile à mettre en œuvre sans un minimum de coordination de la part des actionnaires. Les conseils d'administration en tant que représentant de l'intérêt général doivent apporter des garanties de l'impartialité de leurs décisions. Mais ce n'est pas l'édiction d'un règlement intérieur qui en garantit la qualité. Il montre juste le travail mise en œuvre par les administrateurs pour aboutir à leur jugement.

Les règles de bonne gouvernance ont un intérêt pour les actionnaires minoritaires si elles leur donnent la possibilité réelle de participer au processus de choix. La constitution de l'index de bonne gouvernance montre quels sont les critères qui caractérisent le plus les sociétés les mieux gouvernées. Et à l'inverse, leurs absences présentent les caractéristiques des sociétés dans lesquelles les investisseurs devraient surveiller la probabilité du risque d'expropriation.

Quant à l'analyse descriptive concernant les différents éléments de la gouvernance étudiés, les critères de gouvernance concernant les conseils d'administration évoluent plutôt positivement spécialement dans la durée des mandats des administrateurs et l'évolution des taux d'indépendance des administrateurs. En fait plus que les conseils, c'est le statut des administrateurs qui évoluent le plus positivement. A l'inverse, les caractéristiques techniques des conseils d'administration n'ont finalement que peu évolué. Peu de firmes ont adopté la structure bicéphale de conseil de surveillance et de directoire, ainsi que le respect des critères d'indépendance des comités spécialisés concernant l'audit, la rémunération et la sélection des dirigeants.

De nombreux tests ont été effectués par rapports aux critères de performances des actions mesurés à la fois par le ROE et le ROA. Il a été vu que certains critères passés en revue semblaient liés au niveau de la performance. C'est pourquoi le critère de performance reste un élément fondamental des modèles de régression cherchant à tester la probabilité d'occurrence de l'activisme actionnarial. Les résultats confirment les hypothèses. Plus le niveau de performances est bas et plus une firme a de chance d'être touchée. De même, moins une entreprise respecte de critères plus elle a de chances d'être contestée. Mais la contestation semble surtout touchée les firmes managériales dont le contrôle est moins concentré.

Cette recherche empirique a permis d'établir l'existence d'une relation entre l'activisme des actionnaires minoritaires et la structure de gouvernance. La première partie a cherché à définir la notion d'activisme actionnarial. L'activisme actionnarial a un effet sur les critères de gouvernance retenus par les sociétés. L'échantillon est basé sur les sociétés du SBF 120 car elles sont les plus représentatives des potentialités de conflits d'intérêts entre actionnaires minoritaires et actionnaires de contrôle. De plus, l'information est beaucoup plus accessible pour ces grandes sociétés. Pourtant, l'analyse des documents de référence et des rapports annuels révèle que la recherche de l'information pertinente et utile pour les actionnaires n'est pas forcément évidente.

La démarche méthodologique composée d'une partie descriptive et d'une partie statistique concoure à établir le déroulement de l'évolution des structures de gouvernance des sociétés de l'échantillon entre 2001 et 2004. Ces années sont des années charnières puisqu'elles correspondent à l'introduction de nouvelles législations portées exclusivement vers la protection des actionnaires minoritaires. Les critères de gouvernance commencent à être ancrés dans la culture managériale. La diffusion des principes et des codes de bonne gouvernance est répandue dans la majorité des grandes économies, mais leur application est encore aléatoire. Un grand nombre d'auteurs soulignent l'existence de divergences culturelles, la très grande similarité des thèmes abordés semble confirmer l'idée d'une convergence des pratiques en matières de gouvernance. Cependant, l'étude des données sur la structure de capital des firmes et les comparaisons internationales semble plutôt montrer que le choix du mode de gouvernance dépend plus de la répartition et de la composition de l'actionnariat. Les réglementations régissant les sociétés dont le capital est atomisé ne peuvent avoir la même portée pour les sociétés dont le capital est concentré. Les conflits d'intérêts régissant la relation d'agence entre dirigeants et actionnaires ne sont pas les mêmes que ceux entre actionnaires de contrôle et actionnaires minoritaires. Par exemple, le mécanisme du vote n'a pas la même incidence sur la révélation des préférences des actionnaires. Lorsque le capital est concentré, les batailles de procuration n'entament en rien les décisions prises par les majoritaires sauf si la loi donne des moyens d'action lorsque des seuils de vote sont franchis. Le niveau de ces seuils doit être adapté et

atteignable, les 5% du capital d'une société émettant des millions d'actions sont très difficiles à réunir.

Cependant, il faut noter que les abus peuvent être aussi bien du côté des majoritaires que des minoritaires. C'est pourquoi, la loi sanctionne l'abus de minorité et le « *harcèlement judiciaire* ». La frontière entre activisme actionnarial et harcèlement est pourtant assez clair. Le rapport de force est en général beaucoup plus défavorable aux actionnaires minoritaires même si les études sur la géographie du capital ont montré le caractère stratégique de certaines participations minoritaires. Les mandats donnés aux dirigeants et aux administrateurs ne sont pas toujours respectés. Le rôle du conseil d'administration a été passé au crible par de nombreuses études et de nombreux rapports. Et les contradictions du système sont connues depuis longtemps. Mais, les solutions ne semblent pas encore satisfaisantes. Un des risques les plus importants d'un durcissement de la législation serait que les agents économiques se focalisent plus sur les règles que sur la conduite des affaires, et qu'ils en oublient l'objectif principal des firmes, la création de valeur. Parfois, les notions d'intérêt social prônés par le droit, les objectifs de maximisation de la richesse des actionnaires et plus récemment de la valeur partenariale semblent rentrer en contradiction du point de vue théorique comme pratique. Le point de vue des actionnaires minoritaires a été privilégié par simple choix de posture.

Conclusion générale :

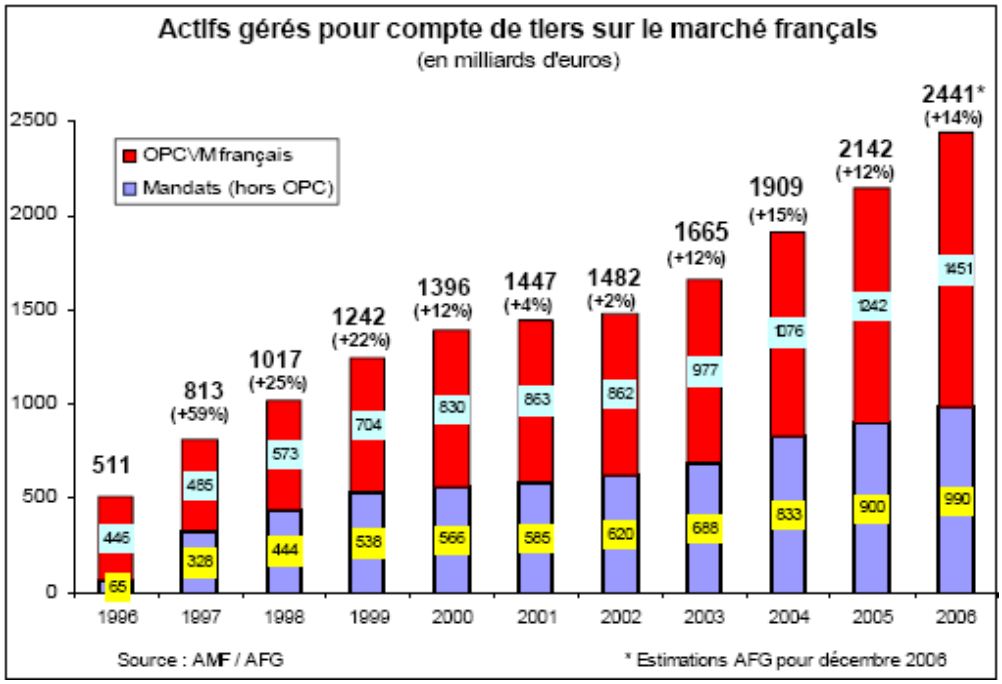
Les objectifs fixés étaient de déterminer s'il existait une relation entre l'activisme des actionnaires minoritaires et l'application des règles de bonne gouvernance. Les résultats obtenus semblent indiquer l'émergence d'un modèle de bonne gouvernance. Et l'activisme dans de nombreux cas en est à l'origine. Mais il est difficile d'affirmer que les performances de la firme s'en trouvent changer car il n'est pas possible de savoir si ce sont les critères de gouvernance qui agissent. C'est une des limites des recherches sur la gouvernance car les effets peuvent être longs à venir puisqu'au-delà de l'aspect formel, c'est le suivi et le consensus autour de la règle par les différents acteurs de l'entreprise qui importent. La définition de l'activisme actionnarial regroupe plusieurs niveaux de lecture. Cette lecture est dépendante des agents économiques à l'origine de cet activisme. Girard (2002) a regroupé dans sa typologie l'ensemble des actionnaires qui sont regroupés sous le terme de minoritaires. Leurs objectifs et leurs moyens sont différents. Sous le terme générique de l'activisme actionnarial est regroupé un ensemble de réalité pouvant être en contradiction les unes avec les autres.

L'actionnaire minoritaire est un agent économique dont les pouvoirs sont limités par sa participation, sa capacité à alerter l'opinion et à mettre en pratique ses menaces. Tout l'enjeu de la gouvernance est finalement de mettre en place des contre pouvoirs. Mais pour qu'un contre pouvoir puisse être crédible, sa capacité à sanctionner les fautes doit être à la mesure des fautes commises par les dirigeants. Ces dernières années, le législateur s'est donné comme mission de favoriser la place des actionnaires minoritaires afin de développer un actionnariat populaire, mais aussi et surtout, afin d'attirer les capitaux étrangers. Ces capitaux étrangers proviennent en grande partie des fonds de pension et autres « *hedges funds* ».

L'univers des « *hedges funds* » recouvre une réalité hétéroclite. En France, ils sont désignés sous le terme de « *sociétés de gestion alternative* ». Ils rassemblent l'ensemble des investisseurs acceptant un certain niveau de risque. Ces fonds spéculatifs agissent sur différents compartiments du marché (actions, obligations, change, taux, matières premières…) en recourant à l'endettement ou aux produits dérivés. Leur rôle est souvent décrié, ils sont généralement accusés de déstabiliser les marchés financiers par leur activité spéculatrice en accentuant les

tendances. Pourtant, ils ont un rôle positif en apportant de la liquidité et une activité de couverture sur leur marché. De plus, sur les grands marchés d'actions, d'obligation ou encore de changes, la taille de ces fonds spéculatifs est insuffisante pour avoir un impact suffisant. Mais chaque type de fonds intervient selon des stratégies différentes. Les fonds « *quantitatifs* » interviennent à partir de modèles informatiques très sophistiqués qui prennent des positions d'achat et de vente automatiquement selon des algorithmes complexes composés. Les fonds « *activistes* », quant à eux, achètent les actions d'une société afin d'imposer des choix stratégiques ont pour objectif de faire monter son cours de bourse. Et, les fonds « *distressed* » reprennent les dettes d'entreprises en difficulté.

Le marché français de la gestion financière est en forte croissance en raison d'une forte demande des investisseurs. Pour l'ensemble de l'année 2006, le marché français de la gestion a augmenté de 14% pour atteindre environ 2450 milliards d'euros.



Le marché de la gestion a connu un taux de croissance à deux chiffres pour la quatrième année consécutive. D'après l'étude de l'AFG (association française de la gestion financière) dont est tirée le graphique précédent, ce sont les fonds orientés actions qui ont connu la plus forte

progression avec une collecte de 63 milliards d'euros. Cinq groupes français figurent parmi les 25 premiers groupes de gestion au niveau mondial. Ensemble ces cinq groupes français gèrent près de 2600 milliards d'euros dont 40% à travers leurs filiales à l'étranger. L'interconnexion au niveau international des fonds renforce la transitivité des politiques de vote qui sont obligatoire depuis 2005. D'après un rapide survol des politiques de vote publiées sur Internet, l'obligation de l'AMF d'élaborer une politique de vote semble respecter par les sociétés de gestion. Pourtant, à la lecture de ces documents, il semble que ces politiques soient déjà fortement formalisées aux risques d'y perdre en substance. Encore une fois, la réglementation pourrait avoir pour conséquence de privilégier la forme sur le fond.

La France est en tête sur le marché européen de la gestion financière des OPCVM, suivie de près par le Royaume-Uni et l'Allemagne. Cette focalisation sur les marchés financiers a une influence sur la communication des sociétés émettrices.

D'après Schlierer (2002), le cours de l'action en Bourse est systématiquement abordé dans les premières pages du rapport annuel. L'attention de la majorité des observateurs est focalisée autour de la transparence de l'information qui est considérée comme la clé du pouvoir des actionnaires. Or, si l'information est à la base de tout contrôle, son intelligibilité est bien plus importante que la quantité offerte. Car, une trop grande profusion ou une très grande technicité de l'information de la part de l'émetteur peuvent empêcher les actionnaires de comprendre la situation réelle de l'entreprise. Le cas d'Enron est le plus emblématique d'après cet auteur : « *S'il y a une leçon à tirer du récent scandale Enron, c'est avant tout qu'aucun système de normes comptables et de réglementation des opérations boursières, aussi fouillé, précis et contraignant qu'il soit, ne peut empêcher des déroutes illégales. C'est entre autre la création – tout à fait prévue par les normes américaines du US-GAAP – des sociétés partenaires, les Special Purpose Entities (SPEs), qui a permis à Enron de cacher des pertes et des risques de plusieurs milliards de dollars.* ». La lutte semble inégale entre actionnaires minoritaires et dirigeants ou actionnaires de contrôle. Il est difficile pour les actionnaires minoritaires d'exercer leur pouvoir sans se regrouper afin d'exercer leurs décisions, avoir leurs propres experts et supporter le coût élevé du décryptage de l'information.

En 1942 aux Etats-Unis, après une série de lois et de règlements pour éloigner les investisseurs activistes des systèmes de gouvernance, la SEC adopta une règle qui va préfigurer la règle actuelle 14a-8, laquelle établit que les dirigeants doivent autoriser les propositions des actionnaires qui constituent « *un sujet propre à l'action des détenteurs de titres de participation* ». En 1943, les actionnaires ont commencé à soumettre des propositions dans le but d'améliorer la gouvernance et la performance. Et les trois décennies suivantes ont vu un grand flot de résolutions d'actionnaires pour l'amélioration de la performance et l'élévation du cours des actions. Mais ce n'étaient pas les seules intentions des projets de résolution d'actionnaires. En 1970, la décision d'une cour fédérale a autorisé une résolution d'actionnaire visant à interdire la vente de napalm par la firme Dow Chemical, et d'autres résolutions sur des thèmes de responsabilité sociale ont commencé à apparaître. Pour se rendre compte de l'ampleur des projets de résolutions d'actionnaires concernant un thème social à cette époque, il faut considérer que les membres des sociétés de l' « *American Society of Corporate Secretaries* » rapporte que 611 des 790 propositions de résolutions qu'ils reçurent pendant la saison 1978 des assemblées concernent des thèmes sur la gouvernance et les 179 autres concernent des thèmes sociaux. Sur les 790 propositions, 439 ont été votés, 197 rejetés de l'ordre du jour, et le sort des 29 restantes est inconnu.

Jusqu'au milieu des années 80, les principaux porteurs de projets de résolution d'actionnaires étaient des actionnaires individuels qui ont été appelés « *gadfly* » investisseurs (des taons). Par exemple en 1982, presque 30 % des 972 résolutions soumises aux 358 sociétés viennent de trois individus : Lewis et John Gilbert, et Evelyn Davis. Partant du milieu des années 80, cependant, les actionnaires activistes se sont regroupés. Par exemple, T. Boone Pickens a crée la « *United Shareholders Association* » (USA) en 1986 avec l'intention expresse d' « *améliorer la conscience des actionnaires* ». Après avoir contrôler, cibler des sociétés et soumis des propositions de résolutions sur les thèmes de la gouvernance pendant 7 ans, le conseil d'administration vota la dissolution de l'association en 1993. Une autre coalition d'actionnaires individuels, l' « *Investors'Rights Association of America* » (IRAA), a commencé à soumettre les propositions en 1995 et le fit pendant une courte période. L' « *Investors for Director Accountability* » a été créé en mars 2006. L'association est dirigée par John Bogle, T. Boone

Pickens et Robert Monks. Le groupe a déclaré son intention de restaurer la responsabilité des dirigeants.

La contestation aux Etats-Unis a une longue histoire, mais cela ne veut pas forcément dire que le système anglo-saxon soit meilleur que le système continental. D'ailleurs, l'hétérogénéité des pratiques et des réglementations entre les différents pays européens rend les comparaisons difficiles. Il y a certes une harmonisation due au marché unique et à la réglementation européenne mais les différences culturelles subsistent. Par contre, il semble que la concurrence que se livre les différentes grandes bourses européennes soit un facteur d'harmonisation des pratiques et des règles. Pour attirer les investisseurs, les bourses mettent en avant à la fois leur capacité technologique mais aussi à protéger les capitaux des investisseurs. Les règlements mis en place sont basés en grande partie sur les critères de bonne gouvernance internationaux issues de rapports nationaux, internationaux, d'ONG, d'associations professionnels, de chartes de bonne conduite… Malgré leur caractère non normatif, ces sources n'ont pas non plus pour vocation de rester un simple exercice de style. Ces réflexions et ces recommandations ont des traductions concrètes en termes de mise en place de système de contrôle. La gouvernance est avant tout une praxis.

L'activisme actionnarial est du ressort des actionnaires, mais le développement des règles de bonne gouvernance est du ressort des émetteurs. Aucunes études n'avaient permis de faire de comparaisons entre les firmes sur leur mode de gouvernance. Les limites de cette étude résident dans le choix des critères de gouvernance et des modes de contestation des actionnaires. Ce problème du choix des critères avait déjà été soulevé dans l'étude de Bebchuck et ali (2004) qui fait une revue des index de gouvernance utilisée dans la pratique. Une autre étude pourrait choisir d'autres critères mais dans le cadre de cette recherche les résultats permettent tout de même de faire une comparaison pertinente.

Une des observations les plus importantes est qu'un bon suivi des règles de gouvernance ne préserve pas des mauvaises performances et ne garantit pas non plus de bonnes performances. Mais les entreprises suivant un nombre important de règles de bonne gouvernance (index de gouvernance 3) connaissent statistiquement moins d'activisme que les firmes en respectant peu.

Le problème pour mesurer la gouvernance est, qu'une entreprise qui est bien gérée, est une entreprise où justement il ne se passe rien au niveau de l'activisme. Il n'y a pas de bon point attribué pour le respect d'une bonne gouvernance par les dirigeants.

De 2001 à 2004, la structure de gouvernance des sociétés cotées de l'échantillon tend vers l'adoption des critères de gouvernance recommandés par les organismes prescripteurs en matières de bonne gouvernance. La société type est une société qui respecte entre 3 et 4 critères de gouvernance. Son conseil d'administration est composé d'environ 11 membres dont la durée des mandats est de 4 ans. Le nombre d'administrateurs indépendants est d'environ 4 membres et le taux d'indépendance des conseils est donc un peu supérieur à un tiers, soit un peu plus que le recommande les rapports Viénot 1 et 2 mais un peu moins que ce que recommande l'AFG ou Proxinvest. Ce sont des sociétés dont le capital est plutôt concentré avec généralement moins de 5 actionnaires contrôlant au moins 33,33% des droits de vote avec un caractère managérial du contrôle. L'activisme des actionnaires minoritaires peut concerner l'ensemble des firmes quel que soit leur niveau de respect des règles de bonne gouvernance car le mécontentement provient surtout des mauvaises performances. Et une bonne gouvernance ne prévient pas forcément des erreurs stratégiques ou des faiblesses du marché.

-Le nombre de critères de bonne gouvernance n'aurait pas une influence sur les performances financières mais les firmes qui en respectent un grand nombre seraient moins touchées par l'activisme actionnarial.

Les tests sur les corrélations entre critères de gouvernance ont montré qu'il existe des corrélations entre certains types de critères à la fois positive comme négative. Cela signifie que certains critères de gouvernance qui sont adoptés par les sociétés pourraient être compensés par la disparition d'un autre. L'élaboration d'une structure de gouvernance comporterait un caractère stratégique de la part des dirigeants ou des actionnaires de contrôle. En réponse à l'activisme des actionnaires minoritaires, l'adoption de critères de gouvernance peut juste avoir un objectif esthétique. D'après cette recherche, la majorité des sociétés respecte généralement entre 3 et 4 critères de gouvernance sur 10 dans l'index de gouvernance retenue. Donc, il est possible de conclure que l'adoption de certains critères a une réelle influence sur la répartition des contre

pouvoirs au sein des entreprises. Mais, le capital des sociétés est concentré en France. D'après l'échantillon étudié, 61,6% des sociétés sur la période sont contrôlés par moins de cinq actionnaires de référence affiliés qui détiennent au moins 33,33% des droits de vote. Ayant le contrôle, il ne leur est pas peut-être non plus indispensable de mettre en place des mécanismes qui favorisent des contre pouvoirs.

- Les sociétés les plus susceptibles d'être touchées par de l'activisme seraient surtout des sociétés dont les performances sont faibles, et dont la nature du contrôle est généralement managériale.

L'appartenance à un index de gouvernance n'apparaît pas comme un facteur déterminant de la probabilité d'occurrence de l'activisme. Les différents résultats de cette recherche peuvent permettre d'affiner les critères de bonne gouvernance. Tous les mécanismes prescrits par la théorie peuvent selon la géographie du capital être inefficients. La focalisation sur l'application formelle des règles est une première étape qui doit être accompagnée d'un réel effort en terme de contrôle de la part des actionnaires. La période étudiée montre que la gouvernance progresse mais les résultats ont aussi mis en lumière le fait que les entreprises peuvent très bien revenir en arrière lorsqu'elles se sentent menacées par la montée d'un actionnaire minoritaire « *indésirable* », ceci est d'ailleurs encourager par le législateur avec le principe de patriotisme économique qui a permis de réintroduire des mécanismes protectionnistes. L'activisme en France a longtemps été un moyen de défense des minoritaires. Mais, il n'a pas non plus fallu attendre longtemps pour qu'il se transforme en moyen de pression pour des investisseurs plus aguerris qui recherchent l'ouverture des décisions au-delà de la direction managériale. Les succès des fonds TCI, Pardus et Centaurus dans différentes affaires dans la période qui a suivi ce travail montre que des actionnaires impliqués dans la gouvernance des firmes pouvaient obtenir des résultats conséquents avec des participations minoritaires. La mentalité paraît avoir changé auprès de l'ensemble des investisseurs.

La question à long terme est de savoir si la pression des actionnaires ou des organismes de recommandations permettrait de diffuser la structure de bonne gouvernance. Comment mesurer la bonne gouvernance sur le long terme ? Faut-il affiner les index de gouvernance ? Les futures

recherches vont sûrement permettre de déterminer les éléments qui sont vraiment efficients. Une autre question importante reste en suspend : favoriser la performance et améliorer la protection pour les actionnaires peuvent-ils aller de pair ?

La théorie a pris en compte toutes les formes de déviances existantes au sein des entreprises autour de la relation d'agence entre actionnaires et dirigeants. Mais les prolongements théoriques ont aussi permis de mettre en lumière les aspects contradictoires de l'organisation des décisions autour du vote. La Démocratie n'était-elle pas critiquée par Platon qui lui préférait l'organisation hiérarchique d'une Cité Eclairée. Il y a sans nul doute une certaine forme d'ambiguïté dans l'organisation d'une firme qui n'existe pas au niveau d'une nation. Le problème lorsque la notion de démocratie actionnariale est évoquée, c'est qu'une entreprise n'a rien à voir avec un régime démocratique. Les mécanismes de gouvernance ont pour objectif de permettre l'exercice des droits des actionnaires en fonction de leur participation. Il est donc normal d'avoir plus de droits lorsque sa participation est plus importante puisque son niveau de risque au sein d'une entreprise est plus élevé. Mais, le profit d'un actionnaire ne doit pas pouvoir se faire au détriment de ceux qui participent au même projet. L'absence d'équité peut signifier à moyen terme la perte de confiance et la paralysie du système d'appel à l'épargne publique.

Aujourd'hui, les sociétés de gestion ont l'obligation de porter leur politique à la connaissance de leurs actionnaires ainsi que d'informer ces derniers des résultats des votes effectués. Une obligation d'expertise indépendante est demandée pour toutes les sociétés faisant l'objet d'une offre sur leur capital afin de mieux protéger leurs actionnaires minoritaires. Cette attestation d'équité a été rendue obligatoire en octobre 2006 par l'AMF dès lors que « *celle-ci est susceptible de générer un conflit d'intérêts, de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers visés par l'offre* ». Cette attestation d'équité est à l'initiative de la société visée. La prise en compte des conflits d'intérêts et la recherche d'impartialité sont des signes de diffusion des règles de bonne gouvernance.

La France a un caractère spécifique dans les économies capitalistes. L'intérêt social de la firme prime sur la richesse des actionnaires et la primauté de l'actionnaire a un écho assez négatif parmi les politiques. Mais, les pays anglo-saxons ne sont pas non plus des champions de la

transparence sur les questions financières. En 2007, les entreprises américaines seront tenues pour la première fois de communiquer à la SEC le détail des packages de rémunération de leurs dirigeants. Quelques 120 entreprises font l'objet d'une enquête sur leurs pratiques d'antidatage de stock-options aux Etats-Unis. Sur les 100 plus grandes firmes, 56 ont renvoyé leur PDG au cours des dernières années, soit près du double du taux de licenciement des cinq années précédentes[50]. Et toujours d'après la même étude, 95% des membres de conseil d'administration interrogés dans le cadre de l'enquête ont indiqué qu'ils surveillaient de près les résultats financiers de l'entreprise. Pourtant, le nombre de révisions à la baisse des bénéfices avait consécutivement atteint des records entre 2003 et 2006.

Le pouvoir du conseil d'administration n'est pas toujours inhérent à la séparation de la propriété du contrôle. Ce pouvoir est partiellement un produit des dispositions légales qui les isolent de l'intervention des actionnaires. Le pouvoir des actionnaires de remplacer les actionnaires est grandement un mythe. C'est pourquoi les actionnaires doivent pouvoir initier les règles du jeu des décisions. En l'absence du pouvoir des actionnaires d'initier les règles du jeu pour les décisions, l'adoption de telles contraintes est peu probable en l'absence d'une intervention des autorités de régulation. Avec les actionnaires établissant les règles du jeu, de telles interventions pourraient être inutiles. La théorie de l'agence suppose que l'introduction de mécanismes de gouvernance peut contraindre le comportement déviant des dirigeants mais la problématique liée à la dichotomie entre actionnaire majoritaire et minoritaire demande aux théoriciens de dépasser le cadre d'analyse classique. L'activisme des minoritaires est justement une manifestation empirique de cet état de fait. Même si les chercheurs se sont emparés de ce sujet, il y a encore des voies à explorer.

[50] Source Internet : « Les conseils d'administration durcissent le ton », 31/01/07, Nanette Byrnes et Jane Sasseen, Business Week,

BIBLIOGRAPHIE :

Admati, A., P. Pfleiderer, and J. Zechner, 1994, Large shareholders activism, risk-sharing, and financial market equilibrium, *Journal of Political Economy* 102, p.1097-1130.

Agrawal, A., and C.R. Knoeber, 1996, Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders., *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, p.377.

Akyol, A.C., and C. Carroll, 2006, Removing poison pills: A case of shareholder activism, *University of Alabama working paper*.

Alchian, A.A., and H. Demsetz, 1972, Production, Information Costs, and Economic Organisation, *American Economic Review* 62, 777.

Almazan, A., J. Hartzell, and L.T. Starks, 2005, Active institutional shareholders and cost of monitoring: Evidence from executive compensation, *Financial management* 34, p.5-34.

Amman, B., Caby, J., 1997, Document Activisme des actionnaires et développement durable.

Anabtawi, I., and L.A. Stout, 2008, Fiduciary Duties for Activist Shareholders, *Law & Economics Research Paper Series* Research Paper N°08-02.

Arrow, K.J., 1974, The Limits of Organisation, *New York :W.W. Norton & Co.*

Bainbridge, S.M., 2006, Director primacy and shareholder disempowerment, *Harvard Law Review* 119.

Barber, B., 2006, Monitoring the monitor: Evaluating CalPERS activism, *University of California at Davis working paper*.

Barber, B., and J.D. Lyon, 1997, Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test-statistics, *Journal of Financial Economics* 43.

Barca, F., and M. Becht, 2001. *The Control of Corporate Europe*.

Barclay, M.J., and C.G. Holderness, 1991, The Negotiated Block Trades and Corporate Control ", , 861-878, *Journal of Finance* 25, p.861-878.

Barclay, M.J., and C.G. Holderness, 1992, The Law and Large Block Trades, *Journal of Law and Economics* 35, p.265-294.

Barrédy, C., 2008, Gouvernance de la société familiale cotée. Les raisons de l'adoption d'une SA en directoire et conseil de surveillance, *Revue Française de Gestion* 34, p.1-19.

Baysinger, B., and H. Butler, 1985, Corporate governance and the board of directors: Performance effecs of changes in board composition, *Journal of Law Economics and Organisations* 1, p.101.

Berle, A.A., and G.C. Means, 1932, The Modern Corporation and Private Property, *Macmillan, New York*.

Bhagat, S., and B.S. Black, 2001, The non-correlation between board independence and long term firm performance, *Journal of Corporate Law* 27, p.231-274.

Bhushan, R., 1989, Firm characteristics and analyst following, *Journal of Accounting and Economics* 11, p.183-206.

Bizjak, J.M., and C.J. Marquette, 1998, Are shareholders all bark and no bite? Evidence from shareholder resolutions to rescind poison pills, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.

Black, B.S., 1990, Shareholder Passivity Reexamined ", Michigan Law Review, *Michigan Law Review* 89, p.520-608.

Black, B.S., 1992, Agents watching agents: The promise of institutional investor voice, *UCLA Law Review* 39, p.811-893.

Black, B.S., 1998, Shareholders Activism and Corporate Governance in the United States, *The New Palgrave Dictionary of Economics and Law.* in New York : Stockton Press.

Bloch, L., and E. Kremp, 1999, Ownership and voting power in France, *European Corporate Governance Network*.

Borokhovich, K., K. Brunarski, Y. Harman, and R. Parrino, 2006, Variation in the monitoring incentives of outside blockholders, *Journal of Law and Economics* 49.

Borstadt, L.F., and T.J. Zwirlein, 1992, The efficient monitoring role of proxy contests: An empirical analysis of post-contest control changes and firm performance, *Financial Management* 21, p.22-34.

Bouton, D., 2002, Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées, *AFEP-MEDEF* septembre.

Bradley, M., A. Brav, I. Goldstein, and W. Jiang, 2006, Costly communication, shareholder activism, and limits to arbitrage, *Duke, Wharton and Columbia working paper*.

Brav, A., W. Jiang, F Partnoy, and R. Thomas, 2008, Hedge funds activism, corporate governance and firm performance, *Journal of Finance,* 63, 1729-1775.

Brickley, J.A., R.C. Lease, and C.W. Smith, 1988, Ownership Structure and Voting on Antitakeover amendments, *Journal of Financial Economics* 20, p.267-291.

Brunet, A., 1998, Le contrôle des minoritaires - Le contrôle du gouvernement des sociétés cotées par la minorité en droit français, *Les Petites Affiches* 123.

Burkat, M., D. Gromb, and F. Panunzi, 1998, Why higher takeover premia protect minority shareholders, *Journal of Political Economy* 106, 172-204.

Byrd, J.W., and K.A. Hickman, 1992, Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids, *Journal of Financial Economics* 32, p.195.

Cadbury, A., 1992, Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, *London*.

Campbell, C., S.L. Gillan, and C. Niden, 1999, Current perspectives on shareholder proposals: The 1997 proxy season, *Financial management* 28, p.89-98.

Carleton, W.T., J.M. Nelson, and M.S. Weisbach, 1998, The influence of institutions on corporate governance through private negotiations: Evidence from TIAA-CREF, *Journal of Finance* 53, p.1335-1362.

Caton, G., J. Goh, and J. Donaldson, 2001, The effectiveness of institutional activism, *Financial Analysts Journal* 57, p.21-26.

Charléty, P., 2001, Activisme des actionnaires : le cas particulier des fonds de pension, *Bulletin COB* Février, p.17-29.

Charreaux, G., 1997, Vers une théorie du gouvernement des entreprises, *édition Economica* p.

Charreaux, G., 2001, Le gouvernement d'entreprise, *in Encyclopédie de ressources humaines*.

Cheffins, B.R., and B.S. Black, 2006, Outside director liability accross countries, *ECGI working paper*.

Chen, X., J. Harford, and K. Li, 2006, Monirtoring: Which institutions matter?, *Journal of Financial Economics* publication en cours.

Choi, S., 2000, Proxy issue contests: The impact of the 1992 Proxy reforms, *Journal of Law, Economics and Organizations* 16, p.233-268.

Claessens, C., S. Djankov, J. Fan, and L. Lang, 2002, Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings, *Journal of Finance* 57, 2741-2771.

Coffee, J.C., 1991, Liquidity versus control : The institutional investor as corporate monitor, *Columbia Law Review* 15, p.1277-1368.

Couret, A., 1990, Le conflit judiciaire comme instrument de communication, *Revue Française de Gestion* Novembre-Décembre.

Couret, A., 1992, Restructurations d'entreprises et contraintes des actionnaires minoritaires dans l'espace européen, *Les cahiers de recherche de l'ESUG*.

Couret, A., 2001, Les droits des porteurs de titres de capital différé, *Petites Affiches, Le Quotidien Juridique* 89, p.13-23.

Couret, A., and G. Hirigoyen, 1992. *Les OPA,* Que sais-je?

Cronqvist, H., and M. Nilsson, 2002, Agency costs of controlling minority shareholders, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.

Crutchley, C., C. Hudson, and M.C. Jensen, 1998, Shareholder wealth effects of calPERS activism, *Financial Services Review* 7, p.1-10.

Daily, C., M.F. Johnson, M. Ellstrand, and R. Dalton, 1996, Institutional investor activism, *Purdue and Indiana University working paper*.

De Angelo, H., and L. De Angelo, 1985, Managerial ownership of voting rights, *Journal of Financial Economics* 68, 413-437.

De Angelo, H., and L. De Angelo, 1989, Proxy contests and the governance of publicly held corporations, *Journal of Law and Economics* 23, p.29-59.

Del Guercio, D., and J. Hawkins, 1998, The influence of institutions on corporate governance through private negotiations: Evidence from TIAA-CREF, *Journal of Finance* 53.

Del Guercio, D., L. Wallis, and T. Woidtke, 2006, Do boards pay attention when institutional investors "Just Vote No"?: CEO and director turnover associated with shareholder activism, *University of Tenessee working paper*.

Denis, D.J. , P. Hanouna, and A. Sarin, 2005, Is There a Dark Side to Incentive Compensation?, *SSRN Working Paper*.

Diamond, D, 1984, Financial intermediation and delegated monitoring, 51, 393-414, *Review of Economic Studies* 51, p.393-414.

Dimitrov, V., and P.C. Jain, 2003, The effect of dual class recapitalization on long-run stocks returns, *Unpublished manuscrit*.

Easterbrook, F.H., and Fischel D.R., 1991, The Economic Structure of Corporate Law, *Harvard University Press, Cambridge, MA*.

Easterbrook, F.H., and D.R. Fischel, 1981, The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer, *Harvard Law Review* 94, p.69-74.

Easterbrook, F.H., and D.R. Fischel, 1982, Corporate Control Transactions, *Yale Law Journal* 91.

Easterbrook, F.H., and D.R. Fischel, 1983, Voting in corporate law, *Journal of Law and Economics* 26, p.395-427.

Efendi, J., A. Srivastava, and E. Swanson, 2004, Why Do Corporate Managers Misstate Financial Statements: The Role of Option Compensation, Corporate Governance and Other Factors, *SSRN Working Paper*.

English, P.C., T.I. Smythe, and C.R McNeil, 2004, The CalPERS effect revisited, *Journal of Corporate Finance* 10, p.157-174.

Gillan, S.L., 1995, Shareholder activism through the proxy mechanism: An empirical investigation, *Dissertation, University of Texas à Austin*.

Gillan, S.L., and L.T. Starks, 1996, Relationship investing and shareholder activism by institutional investors, *University of Texas working paper.*

Gillan, S.L., and L.T. Starks, 2000, Corporate governance proposals ans shareholder activism: Tha role of institutional investors, *Journal of Financial Economics* 57, p.275-305.

Gillan, S.L., and L.T. Starks, 2007, The Evolution of Shareholder Activism in the United States, *Journal of Applied Corporate Finance* 19, p.55-73.

Gilson, R.J., 1981, A Structural Approach to Corporations : The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers, *Stanford Law Review* 33.

Girard, C., 2001, Une typologie des actionnaires minoritaires en France, *Revue Finance, contrôle et stratégie* 4, p.123-146.

Girard, C., 2002, Les actionnaires minoritaires, *Revue Française de Gestion,* Nov-Dec, p.183-202.

Girard, C., 2004, L'incidence de l'activisme actionnarial sur les mécanismes de gouvernance: le cas français, *Revue Finance, contrôle et stratégie* 7, p.91-116.

Gomez, P.Y., 2001, La république des actionnaires. Le gouvernement des entreprises, entre démocratie et démagogie, *Syros* coll. "Alternatives Economiques", p.142.

Gordon, L., and J. Pound, 1993, Information, Ownership Structure, and Shareholder Voting: Evidence from shareholder-sponsored corporate governance proposals, *Journal of Finance* 47, p.697-718.

Goshen, Z., 2000, Voting and the Economics of Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality, *Available at SSRN:* ***http://ssrn.com/abstract=229273*** *or DOI: 10.2139/ssrn.229273.*

Grossman, S., and O. Hart, 1986, The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration, *Journal of Political Economy* 24.

Grossman, S., and O. Hart, 1988, One share one vote and the market for corporate control, *Journal of Financial Economics* 20, p.175-202.

Hann, R., 2002, On the effectiveness of pension funds activism, *University of Southern California working paper*.

Harris, M., and A. Raviv, 1988, Corporate governance: Voting rights and majority rules, *Journal of Financial Economics* 20, p.203-235.

Hart, O., 1989, An Economist's Perspective on the Theory of the Firm, *Colombia Law Review* 89.

Hart, O., 1995. *Firms, Contracts, and Financial Structure*.

Hart, O. , and J Moore, 1990, Property Rights and the Nature of the Firm, *Journal of Political Economy* 98, p.1119-1158.

Heard, J.E. et Sherman, H.D., 1987, Conflicts Of Interest in the Proxy Voting System, *Investor Responsability Research Center, Washington, D.C.* p.99-100.

Hermalin, B.E., and M.S. Weisbach, 1991, The effect of of board composition and direct incentives on firm performance, *Financial management* Winter, p.101.

Hervé, F., 2001, L'impact de l'activisme des fonds de pension américains : l'exemple du C.I.I, *Document de recherche Laboratoire orléanais de gestion* n°2001-04.

Hirigoyen, G., 2002, Droit et finance: de l'ignorance à la gouvernance, *Revue du Financier* Numéro spécial sous la direction du Pr. Hirigoyen.

Hirigoyen, G., 2004. *Approche comparative des modes de gouvernance en Europe,* in Mélanges en l'honneur du Professeur Gautron, « les dynamiques du droit européen en début de siècle » (éditions A. Padone).

Hirigoyen, G., and J. Caby, 2000, Management: les contructeurs - Michael C. Jensen, *Revue Française de Gestion* mars-avril-mai, p.60-68.

Hirschman, D., 1970, Exit, Voice and Loyalty ; Responses to Decline in Firms, Organisations, and States, *Harvard University Press, Cambridge, Mass.*

Holmstrom, B., and J. Tirole, 1993, Market liquidity and performance monitoring, *Journal of Political Economy* 101, p.678-709.

Huson, M., 1997, Does governance matters? Evidence from CalPERS interventions, *University of Alberta working paper*.

Ikenberry, D., and J. Lakonishok, 1993, Corporate governance through the proxy contest: Evidence and implications, *Journal of Business* 66, p.405-435.

Jensen, M.C., 1993, The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, *Journal of Finance* 68, p.831-880.

Jensen, M.C., and W.H. Meckling, 1976, Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3, p.305-360.

John, K., and A. Klein, 1995, Shareholder proposals and corporate governance, *New York University working paper*.

Johnson, D.J., and N.L. Meade, 1996, Shareholder Wealth Effects of Poison Pills in the Presence of Anti-Takeover Amendments, *Journal of Applied Business Research* 12.

Johnson, M.F., S. Porter, and M.B. Shackell, 1997, Stakeholder pressure and the structure of executive compensation, *University of Michigan working paper*.

Johnson, M.F., and M.B. Shackell, 1997, Shareholder proposals on executive compensation., *University of Michigan working paper*.

Kahn, C., and A. Winton, 1998, Ownership structure, speculation, and shareholder intervention, *Journal of Finance* 53, p.99-129.

Kaplan, S.T., and M.S. Weisbach, 1992, The success of acquisitions : evidence from divestitures, *Journal of Finance* 67, p.107-138.

Karpoff, J.M., 2001, The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings, *University of Washington* Working paper.

Karpoff, J.M., P.H. Malatesta, and R.A. Walkling, 1996, Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence., *Journal of Financial Economics* 42, p.365-395.

Klein, A., and E. Zur, 2006, Hedge funds activism, *New York University working paper*.

Kremp, E., 1997, Structure du capital des entreprises françaises en 1996, *BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE – N° 55 – JUILLET 1998 81* 55.

La Porta, R., F. Lopez-de-Sinales, A. Shleifer, and R.W. Vishny, 1997, Legal determinants of external finance, *Journal of Finance* 52, p.471-517.

La Porta, R., F. Lopez-de-Sinales, A. Shleifer, and R.W. Vishny, 1999, Corporate Ownership around the world " Journal of Finance, *Journal of Finance* 54, p.471-517.

La Porta, R., F. Lopez-de-Sinales, A. Shleifer, and R.W. Vishny, 1999, Investor Protection and corporate valuation, *NBER Working Paper, National Bureau of Economic Research : Cambridge,MA* 7043.

Latrous, I., 2004, Conflit actionnaires de contrôle et actionnaires minoritaires, bénéfices privés et endettement des firmes françaises cotées, *PRISM, Université Paris 1 Panthéon Sorbonne*.

Le Cannu, P., 2001, Les organes de groupes, *Petites Affiches, Le Quotidien Juridique* 89, p.43-49.

Le Maux, J., 2003, L'activisme : une protection active des actionnaires minoritaires, *CREFIB*.

Le Maux, J., 2008, La " coalition de contrôle ". Un outil au service de la gouvernance, *Revue Française de Gestion* 34, p.15-39.

Leland, H.E., and D.H. Pyle, 1977, Informational asymetries, financial structure, and financial intermediation, *Journal of Finance* 32, p.371-387.

Lipton, M., and S.A. Rosenblum, 1991, A New System of Corporate Governance: The Quinquennial Election of Directors, *University of Chicago Law Review* 58, p.187-253.

Mahoney, J., C. Sundaramurthy, and J. Mahoney, 1997, The Effects of Corporate Antitakeover Provisions on Long-term Investment: Empirical Evidence, *Managerial and Decision Economics* 18, p.349-365.

Manne, H.G., 1965, Mergers and the Market for corporate control, *Journal of Political Economy* 73, p.110-113.

Manry, D., and D. Stengeland, 1999, The United Shareholders Association, Shareholder 1000 and firm performance, *American Accounting Association Southwest Proceedings*.

Mansion, Y., 2005, Pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France, *Publication de l'Autorité des Marchés Financiers.* **http://www.amf-france.org/documents/general/6333_1.pdf**.

Martin, J.D., J.W. Kensinger, and S.L. Gillan, 2000, Value creation and corporate diversification: The cas of Sears, Roebuck & Co., *Journal of Financial Economics* 55, p.103-137.

Maug, E., 1997, Large shareholders as monitors : Is there a tradeoff between liquidity and control, *Working paper, Duke University*.

Merton, R.C., 1987, A simple model of capital market equilibrium with incomplete information, *Journal of Finance* 42, 483-510.

Milgrom, P., and J. Roberts, 1997. *Economie, organisation et management*.

Monk, R.A.G. et Minow, N., 1991, Power and Accountability, *Dunmore, PA: HarperCollins* p.292.

Moyer, R.C., R.E. Chatfield, and P.H. Sisneros, 1989, Security analyst monitoring activity : Agency costs and information demands, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 24, p.503-512.

Mulherin, H.J., and A.B. Poulsen, 1998, Proxy contests and corporate change: Implications for shareholder wealth, *Journal of Financial Economics* 47, p.279-313.

Murphy, K., and K. Van Nuys, 1994, State Pension Funds and Shareholders Inactivism, *Harvard Business School working paper*.

Nelson, J.M., 2006, The CalPERS effect revisited again, *Journal of Corporate Finance* 12, p.187-213.

Nesbitt, S.L., 1994, Long-term rewards from shareholders activism: A study of "CalPERS" effect, *Journal of Applied Corporate Finance* 6, p.75-80.

Opler, T.C., and J. Sokobin, 1997, Does coordinated institutional activism work? An analysis of the activities of the council of institutional investors, *Ohio State University working paper*.

Pajuste, A., 2003, What drives the unification of multiple voting class shares?, *Stockholm School of Economics working paper*.

Plihon, D., J.P. Ponssard, and P. Zarlowski, 2001, Quel scénario pour le gouvernement d'entreprise? Une hypothèse de double convergence, *Revue d'économie financière* 63, p.35-51.

Pound, J., 1992, Raiders, targets, and politics: The history and future of American corporate control, *Journal of Applied Corporate Finance* 5, p.6-18.

Prevost, A., and R. Rao, 1997, Of what value are shareholder proposals sponsored by public pension funds?, *Texas Tech University working paper*.

Prevost, A., and R. Rao, 2000, Of what value are shareholder proposal sponsored by public pension funds?, *Journal of Business* 73, p.177-204.

Prevost, A., R. Rao, and M. Williams, 2006, Labor Unions as shareholder activists: Champions or detractors?, *Ohio University working paper*.

Ramakrishnan, R.S., and A.V. Thakor, 1984, Information reliability and a theory of financial intermediation, *Review of Economic Studies* 51, p.415-432.

Rock, E., 1991, The Logic and Uncertain Significance of Institutional Investor Activism " 79 Geo. L.J., *Georgetown Law Journal* 79, p.445.

Roe, M.J., 1994, Strong managers, weak owners: The political roots of American corporate finance, *Princeton University Press, Princeton, N.J.*

Roll, R., 1986, The hubris hypothesis of corporate takeover, *Journal of Business* 59, p.197-216.

Romano, R., 1993, Public Pension Funds Activism in Corporate Governance Reconsidered, *Columbia Law Review* 93, p.795-853.

Romano, R., 1998, Pension funds and corporate governance, *Yale Law School working paper*.

Romano, R., 2001, Less is more: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance, *Yale Journal on Regulation* 18.

Rosenbaum, R.D., 1991, Foundation of Sand : The Weak Premises Underlying the Current Push for Proxy Rule Changes, *Journal of Corporate Law* 17, p.163.

Ryngaert, M., 1988, The effect of poison pill securities on shareholder wealth, *Journal of Financial Economics* 20, p.377-417.

Schlierer, H.J., 2002, Transparence de l'information: du fantasme aux réalités, *MCS* p.59-65.

Schwab, S., and R. Thomas, 1998, Realigning corporate governance: Shareholder activism by Labor unions, *Michigan Law Review* 96, p.1018-1094.

Sheilfer, A., and R.W. Vishny, 1986, Large shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy* 94, p.461-488.

Sheilfer, A., and D. Wolfenzon, 2002, Investor protection and equity markets, *Journal of Financial Economics* 66, 3-27.

Shleifer, A., and R.W. Vishny, 1989, Management entrenchment : the case of manager-specific inestments, *Journal of Financial Economics* 25, p.123-139.

Simon, J., R. La Porta, F. Lopez-de-Sinales, and A. Sheilfer, 2000, Tunneling, *American Economic Review, 0002-8282, May 1* 90.

Smith, D.G., 1996, Corporate governance and managerial incompetence: Lessons from Kmart, *North Carolina Law Review* 74, p.1038-1139.

Smith, M.P., 1996, Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS, *Journal of Finance* 51, p.227-252.

Song, W., and S. Szewczyk, 2003, Does coordinanted institutional investor activisl reverse the fortunes of underperformaing firms?, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, p.317-336.

Strickland, D., K.W. Wiles, and M. Zenner, 1996, A requiem for the USA: Is small shareholder monitoring effective?, *Journal of Financial Economics* 40, p.319-338.

Thomas, R., and J. Cotter, 2006, Shareholder proposals post-Enron: What's changed, what's the same?, *Vanderbuilt Law School working paper*.

Thomas, R., and K. Martin, 1998, Should Labor be allowed to make shareholder proposalS?, *Washington Law Review* 73, p.41-80.

Viénot, M., 1995, Le conseil d'administration des sociétés cotées, *Rapport du groupe de travail de l'Association française des Entreprises privées (AFEP) et du Conseil National du patronat Français (CNPF)* juillet.

Viénot, M., 1999, Rapport du comité sur le gouvernement d'entreprise, *Association française des Entreprises Privées et Mouvement des Entreprises de France* juillet.

Wagster, J.D., and A. Prevost, 1996, Wealth effects of the CalPERS "hit list" to SEC changes in the proxy rules, *Wayne State University working paper*.

Wahal, S., 1996, Pension funds activism and firm performance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, p.1-23.

WEIL, GOTSHAL & MANGES LLP, EUR. COMM'N,, 2002, COMPARATIVE STUDY OF CORPORATE GOVERNANCE CODES RELEVANT TO THE EUROPEAN UNION AND ITS MEMBER STATES, *FINAL REPORT & ANNEXES I-III 28 tbl.1* available at **http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/corpgov/** corp-gov-codes-rptpartl_en.pdf.

Weisbach, M.S., 1988, Outside directors and CEO turnover, *Journal of Financial Economics* 20, p.431.

Wirtz, P., 2008, L'attrait psychologique des codes de " meilleures pratiques " en France, *Revue Française de Gestion* 34, p.51-77.

Wohlstetter, C., 1993, Pension Fund Socialism: Can bureaucrats run the blue chips?, *Harvard Business Review* 71 (Jan-Fev), p.78.

Woods, J.D., 1996, The effects of pension fund activism on corporate performance: Evidence from shareholder proposals, *Ph.D dissertation, Texas A&M University*.

Wu, Y., 2004, The impact of public opinion on board structure changes, director career progression, and CEO turnover: Evidence from CalPERS's corporate governance program, *Journal of Corporate Finance* 10, p.199-227.

Yermack, D., 1996, Higher market valuation of companies with a small board of directors, *Journal of Financial Economics* 40, p.185.

Zenner, M., A; Shivdasani, and D. Darius, 2005, Hedge funds at the gate, *Citigroup Global Markets*.

Annexe 1 : Tests non paramétriques de corrélation de Spearman's rho sur les critères de gouvernance

Analyse de l'ensemble de l'échantillon

			DVU	D_CS	ARS	MINF4	DR	A_CR	A_OPA	A_DPS	Ind_sup50	FORM_CSL
Spearman's rho	DVU	Correlation Coefficient	1,000	-,149	,172	,197	-,059	,054	,055	,089	,303	-,081
		Sig. (2-tailed)	,	,012	,004	,001	,324	,364	,357	,137	,000	,171
		N	284	284	284	284	284	284	284	284	284	284
	D_CS	Correlation Coefficient	-,149	1,000	,054	-,034	,026	-,063	,083	,059	-,078	-,028
		Sig. (2-tailed)	,012	,	,367	,566	,663	,293	,165	,325	,189	,636
		N	284	284	284	284	284	284	284	284	284	284
	ARS	Correlation Coefficient	,172	,054	1,000	,213	,042	-,122	,093	,038	,012	,002
		Sig. (2-tailed)	,004	,367	,	,000	,479	,040	,117	,523	,835	,967
		N	284	284	284	284	284	284	284	284	284	284
	MINF4	Correlation Coefficient	,197	-,034	,213	1,000	-,005	,060	-,061	-,049	,177	,034
		Sig. (2-tailed)	,001	,566	,000	,	,930	,317	,306	,412	,003	,571
		N	284	284	284	284	284	284	284	284	284	284
	DR	Correlation Coefficient	-,059	,026	,042	-,005	1,000	-,085	-,028	-,036	-,057	,024
		Sig. (2-tailed)	,324	,663	,479	,930	,	,152	,635	,548	,337	,688
		N	284	284	284	284	284	284	284	284	284	284
	A_CR	Correlation Coefficient	,054	-,063	-,122	,060	-,085	1,000	-,040	,144	,039	-,088
		Sig. (2-tailed)	,364	,293	,040	,317	,152	,	,506	,015	,516	,141
		N	284	284	284	284	284	284	284	284	284	284
	A_OPA	Correlation Coefficient	,055	,083	,093	-,061	-,028	-,040	1,000	,764	-,059	,024
		Sig. (2-tailed)	,357	,165	,117	,306	,635	,506	,	,000	,318	,692
		N	284	284	284	284	284	284	284	284	284	284
	A_DPS	Correlation Coefficient	,089	,059	,038	-,049	-,036	,144	,764	1,000	-,044	,074
		Sig. (2-tailed)	,137	,325	,523	,412	,548	,015	,000	,	,456	,216
		N	284	284	284	284	284	284	284	284	284	284
	Ind_sup50	Correlation Coefficient	,303	-,078	,012	,177	-,057	,039	-,059	-,044	1,000	,112
		Sig. (2-tailed)	,000	,189	,835	,003	,337	,516	,318	,456	,	,059
		N	284	284	284	284	284	284	284	284	284	284
	FORM_CSL	Correlation Coefficient	-,081	-,028	,002	,034	,024	-,088	,024	,074	,112	1,000
		Sig. (2-tailed)	,171	,636	,967	,571	,688	,141	,692	,216	,059	,
		N	284	284	284	284	284	284	284	284	284	284

* Correlation is significant at the .05 level (2-tailed).

** Correlation is significant at the .01 level (2-tailed).

Annexe 2 : Analyse de l'échantillon des firmes ayant subies de l'activisme

Corrélations

			DVU	D_CS	ARS	MINF4	DR	A_CR	A_OPA	A_DPS	Ind_sup50	FORM_CSL
Spearman's rho	DVU	Correlation Coefficient	1,000	-,119	,251	,172	-,004	,107	,222	,167	,245	-,215
		Sig. (2-tailed)	,	,194	,006	,061	,964	,244	,015	,068	,007	,018
		N	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120
	D_CS	Correlation Coefficient	-,119	1,000	-,175	,052	-,088	-,063	-,034	,040	,145	,020
		Sig. (2-tailed)	,194	,	,055	,571	,339	,497	,714	,664	,114	,828
		N	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120
	ARS	Correlation Coefficient	,251	-,175	1,000	,399	,247	-,165	,222	,088	,137	,044
		Sig. (2-tailed)	,006	,055	,	,000	,006	,072	,015	,341	,135	,634
		N	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120
	MINF4	Correlation Coefficient	,172	,052	,399	1,000	,009	-,086	-,019	-,037	,269	-,007
		Sig. (2-tailed)	,061	,571	,000	,	,921	,348	,838	,686	,003	,936
		N	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120
	DR	Correlation Coefficient	-,004	-,088	,247	,009	1,000	-,011	-,149	-,141	-,120	-,018
		Sig. (2-tailed)	,964	,339	,006	,921	,	,905	,104	,125	,193	,848
		N	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120
	A_CR	Correlation Coefficient	,107	-,063	-,165	-,086	-,011	1,000	-,088	,188	,045	-,063
		Sig. (2-tailed)	,244	,497	,072	,348	,905	,	,338	,040	,622	,497
		N	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120
	A_OPA	Correlation Coefficient	,222	-,034	,222	-,019	-,149	-,088	1,000	,575	,058	-,034
		Sig. (2-tailed)	,015	,714	,015	,838	,104	,338	,	,000	,529	,714
		N	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120
	A_DPS	Correlation Coefficient	,167	,040	,088	-,037	-,141	,188	,575	1,000	,008	,080
		Sig. (2-tailed)	,068	,664	,341	,686	,125	,040	,000	,	,934	,385
		N	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120
	Ind_sup50	Correlation Coefficient	,245	,145	,137	,269	-,120	,045	,058	,008	1,000	,221
		Sig. (2-tailed)	,007	,114	,135	,003	,193	,622	,529	,934	,	,015
		N	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120
	FORM_CSL	Correlation Coefficient	-,215	,020	,044	-,007	-,018	-,063	-,034	,080	,221	1,000
		Sig. (2-tailed)	,018	,828	,634	,936	,848	,497	,714	,385	,015	,
		N	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120

** Correlation is significant at the .01 level (2-tailed).

* Correlation is significant at the .05 level (2-tailed).

Annexe 3 : Analyse de l'échantillon des firmes ne subissant pas d'activisme

Corrélations

			DVU	D_CS	ARS	MINF4	DR	A_CR	A_OPA	A_DPS	Ind_sup50	FORM_CSL
Spearman's rho	DVU	Correlation Coefficient	1,000	-,158	,126	,217	-,112	,021	-,036	,043	,344	,015
		Sig. (2-tailed)	,	,043	,108	,005	,155	,794	,647	,583	,000	,853
		N	164	164	164	164	164	164	164	164	164	164
	D_CS	Correlation Coefficient	-,158	1,000	,145	-,088	,127	-,082	,096	,042	-,177	-,048
		Sig. (2-tailed)	,043	,	,064	,264	,106	,297	,221	,596	,023	,543
		N	164	164	164	164	164	164	164	164	164	164
	ARS	Correlation Coefficient	,126	,145	1,000	,095	-,095	-,101	,016	,002	-,062	-,021
		Sig. (2-tailed)	,108	,064	,	,228	,225	,196	,841	,982	,432	,791
		N	164	164	164	164	164	164	164	164	164	164
	MINF4	Correlation Coefficient	,217	-,088	,095	1,000	-,016	,158	-,088	-,058	,107	,063
		Sig. (2-tailed)	,005	,264	,228	,	,839	,044	,260	,462	,172	,422
		N	164	164	164	164	164	164	164	164	164	164
	DR	Correlation Coefficient	-,112	,127	-,095	-,016	1,000	-,137	,063	,049	-,017	,054
		Sig. (2-tailed)	,155	,106	,225	,839	,	,081	,422	,537	,828	,493
		N	164	164	164	164	164	164	164	164	164	164
	A_CR	Correlation Coefficient	,021	-,082	-,101	,158	-,137	1,000	-,022	,114	,042	-,102
		Sig. (2-tailed)	,794	,297	,196	,044	,081	,	,777	,146	,591	,192
		N	164	164	164	164	164	164	164	164	164	164
	A_OPA	Correlation Coefficient	-,036	,096	,016	-,088	,063	-,022	1,000	,861	-,115	,060
		Sig. (2-tailed)	,647	,221	,841	,260	,422	,777	,	,000	,144	,442
		N	164	164	164	164	164	164	164	164	164	164
	A_DPS	Correlation Coefficient	,043	,042	,002	-,058	,049	,114	,861	1,000	-,067	,073
		Sig. (2-tailed)	,583	,596	,982	,462	,537	,146	,000	,	,391	,353
		N	164	164	164	164	164	164	164	164	164	164
	Ind_sup50	Correlation Coefficient	,344	-,177	-,062	,107	-,017	,042	-,115	-,067	1,000	,027
		Sig. (2-tailed)	,000	,023	,432	,172	,828	,591	,144	,391	,	,731
		N	164	164	164	164	164	164	164	164	164	164
	FORM_CSL	Correlation Coefficient	,015	-,048	-,021	,063	,054	-,102	,060	,073	,027	1,000
		Sig. (2-tailed)	,853	,543	,791	,422	,493	,192	,442	,353	,731	,
		N	164	164	164	164	164	164	164	164	164	164

* Correlation is significant at the .05 level (2-tailed).

** Correlation is significant at the .01 level (2-tailed).

Annexe 4 : Données des sociétés ayant subies de l'activisme entre 2001 et 2004

Ref	SOCIETE DE L'ECHANTILLON	année	Nbre de critères respectés	index Gouvernance	Cinf5A	Fsup50	Total activisme par société	ROA	ROE	Class Perf
1	ACCOR	2001	3	2	0	1	0	7	11,24	6
1	ACCOR	2002	3	2	0	1	0	6,39	10,93	6
1	ACCOR	2003	3	2	0	1	1	4,49	5,95	5
1	ACCOR	2004	4	2	0	1	0	3,66	4,84	4
2	AIR LIQUIDE	2001	7	3	0	1	0	9,04	13,16	6
2	AIR LIQUIDE	2002	7	3	0	0	0	9,5	13,48	6
2	AIR LIQUIDE	2003	7	3	0	0	0	9,31	13,95	6
2	AIR LIQUIDE	2004	6	3	0	0	1	8,98	14,55	6
3	ALCATEL	2001	3	2	0	1	0	-19,56	-49,35	1
3	ALCATEL	2002	3	2	0	1	1	-28,57	-78,22	1
3	ALCATEL	2003	3	2	0	1	4	-15,38	-47,12	1
3	ALCATEL	2004	3	2	0	1	0	2,83	7,83	5
4	ALSTOM	2001	4	2	0	1	0	0,98	9,11	5
4	ALSTOM	2002	4	2	0	1	0	-0,5	-5,07	2
4	ALSTOM	2003	6	3	0	1	4	-6,64	-166,12	1
4	ALSTOM	2004	5	2	0	1	1	-11,01	-738,15	1
6	ALTRAN TECHNOLOGIES	2001	0	1	1	0	0	9,46	31,79	7
6	ALTRAN TECHNOLOGIES	2002	1	1	1	1	0	-7,97	-42,21	1
6	ALTRAN TECHNOLOGIES	2003	3	2	1	1	1	-6,91	-29,83	1
6	ALTRAN TECHNOLOGIES	2004	5	2	1	1	2	-0,08	-0,38	3
11	BUSINESS OBJECTS	2001	3	2	0	1	0	10,87	17,67	7
11	BUSINESS OBJECTS	2002	3	2	0	1	0	7,69	11,55	6
11	BUSINESS OBJECTS	2003	6	3	0	1	0	-0,62	-0,28	3
11	BUSINESS OBJECTS	2004	6	3	0	1	2	-17,15	-14,44	2
13	CARREFOUR	2001	3	2	0	1	0	2,07	16,58	7
13	CARREFOUR	2002	3	2	1	1	1	2,24	20,39	7

13	CARREFOUR	2003	3	2	1	1	0	2,47	23,55	7
13	CARREFOUR	2004	5	2	1	0	1	2,08	19,89	7
14	CASINO GUICHARD PERRACHON	2001	3	2	1	0	0	2,02	9,12	5
14	CASINO GUICHARD PERRACHON	2002	2	1	1	0	1	2,28	13,57	6
14	CASINO GUICHARD PERRACHON	2003	1	1	1	0	0	2,44	14,5	6
14	CASINO GUICHARD PERRACHON	2004	2	1	1	0	2	2,54	14,88	6
15	CIMENTS Français	2001	2	2	1	0	1	7,24	8,14	5
15	CIMENTS Français	2002	2	1	1	0	0	7,91	9,86	5
15	CIMENTS Français	2003	2	1	1	0	0	9,66	12,06	6
15	CIMENTS Français	2004	3	2	1	0	0	9,73	12,16	6
16	CLUB MEDITERRANEE	2001	3	2	1	0	0	-3,43	-9,02	2
16	CLUB MEDITERRANEE	2002	3	2	1	0	0	-3,38	-9,35	2
16	CLUB MEDITERRANEE	2003	3	2	1	0	1	-5,84	-19,26	1
16	CLUB MEDITERRANEE	2004	4	2	1	0	0	-2,69	-9,68	2
17	DASSAULT SYSTEMES	2001	2	2	1	0	0	11,89	16,11	7
17	DASSAULT SYSTEMES	2002	1	1	1	0	2	13,69	18,02	7
17	DASSAULT SYSTEMES	2003	2	1	1	0	0	15,12	18,85	7
17	DASSAULT SYSTEMES	2004	2	1	1	0	0	18,13	20,62	7
18	EIFFAGE	2001	1	1	1	0	0	2,37	18,55	7
18	EIFFAGE	2002	1	1	1	0	0	1,88	14,19	6
18	EIFFAGE	2003	2	1	0	0	0	1,96	13,61	6
18	EIFFAGE	2004	3	2	0	1	1	2,27	15,15	7
19	ESSILOR INTERNATIONAL	2001	3	2	0	1	0	6,9	11,81	6
19	ESSILOR INTERNATIONAL	2002	4	2	0	1	0	8,53	15,02	7
19	ESSILOR INTERNATIONAL	2003	3	2	0	1	1	9,48	16,59	7
19	ESSILOR INTERNATIONAL	2004	3	2	0	1	0	10,08	17	7
20	EUROTUNNEL	2001	7	3	0	1	0	-21,03	-14,88	2
20	EUROTUNNEL	2002	7	3	0	1	0	56,65	18,42	7
20	EUROTUNNEL	2003	7	3	0	1	4	-232,5	-114,87	1

20	EUROTUNNEL	2004	5	2	0	1	0	-102,7	-96,36	1
23	France TELECOM	2001	2	2	1	0	0	-20,9	-30,81	1
23	France TELECOM	2002	3	2	1	0	0	-44,83	12225,7	7
23	France TELECOM	2003	2	1	1	0	3	8,08	16,02	7
23	France TELECOM	2004	3	2	1	1	2	6,37	12,06	6
26	GEOPHYSIQUES	2001	3	2	1	1	0	1,98	3,36	4
26	GEOPHYSIQUES	2002	3	2	1	1	0	2,8	4,33	4
26	GEOPHYSIQUES	2003	2	1	1	1	0	-1,65	-2,47	3
26	GEOPHYSIQUES	2004	3	2	1	1	1	1,75	2,96	4
28	GROUPE DANONE	2001	4	2	0	1	0	2,04	4,38	4
28	GROUPE DANONE	2002	4	2	0	1	0	10,81	25,13	7
28	GROUPE DANONE	2003	4	2	0	1	1	7,79	18,47	7
28	GROUPE DANONE	2004	4	2	0	1	0	3,69	9,54	5
32	INGENICO	2001	2	2	1	1	0	2,9	6,55	5
32	INGENICO	2002	1	1	0	1	0	-1,19	-3,2	3
32	INGENICO	2003	2	1	0	1	0	-6,08	-16,44	1
32	INGENICO	2004	3	2	0	1	1	-1,03	-3,53	3
36	LAFARGE	2001	2	2	0	1	0	7,45	9,63	5
36	LAFARGE	2002	2	1	0	1	0	4,99	7,86	5
36	LAFARGE	2003	1	1	0	1	1	7,07	9,2	5
36	LAFARGE	2004	3	2	0	1	0	7,84	10,22	6
38	LVMH	2001	2	2	1	0	0	0,89	1,21	4
38	LVMH	2002	2	1	1	0	1	5,41	7,58	5
38	LVMH	2003	2	1	1	0	0	6,95	9,31	5
38	LVMH	2004	1	1	1	0	0	9,6	13,08	6
39	MARIONNAUD PARFUMERIES	2001	0	1	1	1	0	4,69	7,89	5
39	MARIONNAUD PARFUMERIES	2002	0	1	1	1	0	3,75	7,85	5
39	MARIONNAUD PARFUMERIES	2003	2	1	1	1	0	3,36	7,36	5
39	MARIONNAUD PARFUMERIES	2004	1	1	0	1	3	-8,51	-24,05	1

49	RENAULT	2001	3	2	1	0	4	2,62	8,84	5
49	RENAULT	2002	2	1	1	1	3	5,53	16,02	7
49	RENAULT	2003	2	1	0	1	0	6,7	17,97	7
49	RENAULT	2004	3	2	0	1	0	8,89	22	7
50	REXEL	2001	1	1	1	0	0	2,25	13,33	6
50	REXEL	2002	1	1	1	0	0	-0,42	-3,05	3
50	REXEL	2003	2	1	1	0	1	1,14	5,5	5
50	REXEL	2004	3	2	1	0	0	1,89	8,92	5
51	RHODIA	2001	3	2	1	1	0	-2,86	-8,85	2
51	RHODIA	2002	3	2	0	1	3	0,08	0,27	4
51	RHODIA	2003	4	2	0	1	6	-24,68	-489,45	1
51	RHODIA	2004	2	1	0	1	3	-11,66	-662,37	1
53	SCHNEIDER ELECTRIC	2001	2	1	0	1	3	-9,81	-11,16	2
53	SCHNEIDER ELECTRIC	2002	3	2	0	1	0	4,93	5,58	5
53	SCHNEIDER ELECTRIC	2003	3	2	0	1	0	5,17	5,79	5
53	SCHNEIDER ELECTRIC	2004	3	2	0	1	0	5,74	7,71	5
60	SUEZ	2001	2	1	0	1	0	6,66	10,96	6
60	SUEZ	2002	3	2	0	1	0	-0,09	-0,19	3
60	SUEZ	2003	4	2	0	1	0	-3,17	-7,45	2
60	SUEZ	2004	2	1	0	1	1	6,47	14,85	6
62	THALES	2001	3	2	1	0	0	-3,53	-16,65	1
62	THALES	2002	3	2	1	0	0	1,03	5,27	5
62	THALES	2003	1	1	1	0	1	1,18	6,06	5
62	THALES	2004	3	2	1	0	0	2,01	9,65	5
63	THOMSON	2001	1	1	1	0	0	2,52	6,55	5
63	THOMSON	2002	2	1	0	1	0	3,53	9,03	5
63	THOMSON	2003	4	2	0	1	0	0,4	0,95	4
63	THOMSON	2004	3	2	0	1	1	-7,94	-23,61	1

67	VALEO	2001	2	1	1	1	0	-5,62	-24,05	1
67	VALEO	2002	2	1	0	1	1	1,6	6,99	5
67	VALEO	2003	4	2	0	1	0	2,16	9,42	5
67	VALEO	2004	3	2	0	1	0	1,92	9,82	5
70	VIVENDI UNIVERSAL	2001	4	2	0	1	2	-22,67	-26,64	1
70	VIVENDI UNIVERSAL	2002	6	3	0	1	4	-38,62	-106,45	1
70	VIVENDI UNIVERSAL	2003	6	3	0	1	2	0,27	0,37	4
70	VIVENDI UNIVERSAL	2004	6	3	0	1	2	8,33	10,09	6

Annexe 5: Fréquences des critères de durée des mandats d'administrateur (Mand), d'indépendance des administrateurs (ind), de taille du conseil d'administration (csl) et de taux d'indépendance des conseils d'administration (Tind)

Statistiques pour 2001, 2002, 2003, 2004

		Mand01	Mand02	Mand03	Mand04	Ind01	ind02	Ind03	ind04	csl01	csl02	csl03	csl04
N	Valid	71	71	71	71	71	71	71	71	71	71	71	71
	Missing	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Mean		4,97	4,82	4,77	4,39	4,17	4,41	4,93	4,87	11,23	11,28	11,15	11,24
Median		6,00	6,00	6,00	4,00	3,00	4,00	5,00	5,00	11,00	11,00	11,00	11,00
Mode		6	6	6	6	3	3	4	5	11	15	10	10
Std. Deviation		1,320	1,345	1,344	1,368	3,024	3,041	2,748	2,715	4,203	4,057	3,471	3,527
Variance		1,742	1,809	1,806	1,871	9,142	9,245	7,552	7,369	17,663	16,462	12,047	12,442
Skewness		-,714	-,453	-,374	,004	,823	1,289	,828	,530	,121	,111	,174	-,043
Std. Error of Skewness		,285	,285	,285	,285	,285	,285	,285	,285	,285	,285	,285	,285
Kurtosis		-1,221	-1,532	-1,588	-1,457	,396	4,612	3,100	,528	-,442	-,260	,224	-,331
Std. Error of Kurtosis		,563	,563	,563	,563	,563	,563	,563	,563	,563	,563	,563	,563
Minimum		2	2	2	2	0	0	0	0	4	4	3	4
Maximum		6	6	6	6	13	18	16	13	21	21	21	20

a Multiple modes exist. The smallest value is shown

	Tind01	Tind02	Tind03	Tind04
N	71	71	71	71
	0	0	0	0
Mean	,3494	,3705	,4364	,4308
Median	,3333	,3750	,4444	,4286
Mode	,00	,00	,50	,50
Std. Deviation	,22476	,22350	,21781	,20989
Variance	,05052	,04995	,04744	,04405
Skewness	,609	,263	-,090	-,107
Std. Error of Skewness	,285	,285	,285	,285
Kurtosis	,239	,004	,077	-,333
Std. Error of Kurtosis	,563	,563	,563	,563
Minimum	,00	,00	,00	,00
Maximum	,92	,92	,94	,87

Descriptifs de la durée des mandats

Mand01

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	2	1	1,4	1,4	1,4
	3	16	22,5	22,5	23,9
	4	8	11,3	11,3	35,2
	5	5	7,0	7,0	42,3
	6	41	57,7	57,7	100,0
	Total	71	100,0	100,0	

Mand02

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	2	1	1,4	1,4	1,4
	3	18	25,4	25,4	26,8
	4	11	15,5	15,5	42,3
	5	4	5,6	5,6	47,9
	6	37	52,1	52,1	100,0
	Total	71	100,0	100,0	

Mand03

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	2	1	1,4	1,4	1,4
	3	18	25,4	25,4	26,8
	4	13	18,3	18,3	45,1
	5	3	4,2	4,2	49,3
	6	36	50,7	50,7	100,0
	Total	71	100,0	100,0	

Mand04

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	2	4	5,6	5,6	5,6
	3	19	26,8	26,8	32,4
	4	19	26,8	26,8	59,2
	5	3	4,2	4,2	63,4
	6	26	36,6	36,6	100,0
	Total	71	100,0	100,0	

Descriptifs du nombre d'administrateurs indépendants

ind01

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	7	9,9	9,9	9,9
	1	6	8,5	8,5	18,3
	2	9	12,7	12,7	31,0
	3	14	19,7	19,7	50,7
	4	6	8,5	8,5	59,2
	5	10	14,1	14,1	73,2
	6	4	5,6	5,6	78,9
	7	6	8,5	8,5	87,3
	8	1	1,4	1,4	88,7
	9	4	5,6	5,6	94,4
	10	1	1,4	1,4	95,8
	11	1	1,4	1,4	97,2
	12	1	1,4	1,4	98,6
	13	1	1,4	1,4	100,0
	Total	71	100,0	100,0	

ind02

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	8	11,3	11,3	11,3
	1	4	5,6	5,6	16,9
	2	3	4,2	4,2	21,1
	3	15	21,1	21,1	42,3
	4	9	12,7	12,7	54,9
	5	9	12,7	12,7	67,6
	6	5	7,0	7,0	74,6
	7	11	15,5	15,5	90,1
	8	5	7,0	7,0	97,2
	12	1	1,4	1,4	98,6
	18	1	1,4	1,4	100,0
	Total	71	100,0	100,0	

ind03

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	6	8,5	8,5	8,5
	1	1	1,4	1,4	9,9
	2	3	4,2	4,2	14,1
	3	7	9,9	9,9	23,9
	4	16	22,5	22,5	46,5
	5	10	14,1	14,1	60,6
	6	12	16,9	16,9	77,5
	7	6	8,5	8,5	85,9
	8	6	8,5	8,5	94,4
	9	2	2,8	2,8	97,2
	12	1	1,4	1,4	98,6
	16	1	1,4	1,4	100,0
	Total	71	100,0	100,0	

ind04

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	4	5,6	5,6	5,6
	1	2	2,8	2,8	8,5
	2	8	11,3	11,3	19,7
	3	6	8,5	8,5	28,2
	4	13	18,3	18,3	46,5
	5	14	19,7	19,7	66,2
	6	8	11,3	11,3	77,5
	7	3	4,2	4,2	81,7
	8	6	8,5	8,5	90,1
	9	4	5,6	5,6	95,8
	10	1	1,4	1,4	97,2
	12	1	1,4	1,4	98,6
	13	1	1,4	1,4	100,0
	Total	71	100,0	100,0	

Descriptif de la taille du conseil d'administration

csl01

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	4	7	9,9	9,9	9,9
	5	1	1,4	1,4	11,3
	6	1	1,4	1,4	12,7
	7	3	4,2	4,2	16,9
	8	8	11,3	11,3	28,2
	9	4	5,6	5,6	33,8
	10	5	7,0	7,0	40,8
	11	11	15,5	15,5	56,3
	12	6	8,5	8,5	64,8
	13	5	7,0	7,0	71,8
	14	2	2,8	2,8	74,6
	15	6	8,5	8,5	83,1
	16	5	7,0	7,0	90,1
	17	2	2,8	2,8	93,0
	18	1	1,4	1,4	94,4
	19	2	2,8	2,8	97,2
	20	1	1,4	1,4	98,6
	21	1	1,4	1,4	100,0
	Total	71	100,0	100,0	

csl02

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	4	6	8,5	8,5	8,5
	5	1	1,4	1,4	9,9
	6	2	2,8	2,8	12,7
	7	1	1,4	1,4	14,1
	8	8	11,3	11,3	25,4
	9	6	8,5	8,5	33,8
	10	7	9,9	9,9	43,7
	11	7	9,9	9,9	53,5
	12	6	8,5	8,5	62,0
	13	6	8,5	8,5	70,4
	14	3	4,2	4,2	74,6
	15	9	12,7	12,7	87,3
	16	2	2,8	2,8	90,1
	17	4	5,6	5,6	95,8
	19	1	1,4	1,4	97,2
	21	2	2,8	2,8	100,0
	Total	71	100,0	100,0	

csl03

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	3	1	1,4	1,4	1,4
	4	2	2,8	2,8	4,2
	6	2	2,8	2,8	7,0
	7	3	4,2	4,2	11,3
	8	8	11,3	11,3	22,5
	9	7	9,9	9,9	32,4
	10	10	14,1	14,1	46,5
	11	8	11,3	11,3	57,7
	12	4	5,6	5,6	63,4
	13	6	8,5	8,5	71,8
	14	9	12,7	12,7	84,5
	15	5	7,0	7,0	91,5
	16	2	2,8	2,8	94,4
	17	2	2,8	2,8	97,2
	19	1	1,4	1,4	98,6
	21	1	1,4	1,4	100,0
	Total	71	100,0	100,0	

csl04

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	4	3	4,2	4,2	4,2
	5	2	2,8	2,8	7,0
	6	2	2,8	2,8	9,9
	7	2	2,8	2,8	12,7
	8	7	9,9	9,9	22,5
	9	5	7,0	7,0	29,6
	10	10	14,1	14,1	43,7
	11	6	8,5	8,5	52,1
	12	10	14,1	14,1	66,2
	13	4	5,6	5,6	71,8
	14	4	5,6	5,6	77,5
	15	8	11,3	11,3	88,7
	16	5	7,0	7,0	95,8
	17	1	1,4	1,4	97,2
	18	1	1,4	1,4	98,6
	20	1	1,4	1,4	100,0
	Total	71	100,0	100,0	

Descriptif des taux d'indépendance des conseils d'administration

Tind01

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	,00	7	9,9	9,9	9,9
	,09	1	1,4	1,4	11,3
	,13	3	4,2	4,2	15,5
	,13	1	1,4	1,4	16,9
	,15	1	1,4	1,4	18,3
	,15	1	1,4	1,4	19,7
	,17	1	1,4	1,4	21,1
	,18	1	1,4	1,4	22,5
	,19	2	2,8	2,8	25,4
	,19	1	1,4	1,4	26,8
	,20	2	2,8	2,8	29,6
	,22	1	1,4	1,4	31,0
	,25	4	5,6	5,6	36,6
	,27	3	4,2	4,2	40,8
	,28	1	1,4	1,4	42,3
	,29	2	2,8	2,8	45,1
	,30	1	1,4	1,4	46,5
	,31	1	1,4	1,4	47,9
	,33	4	5,6	5,6	53,5
	,36	1	1,4	1,4	54,9
	,38	3	4,2	4,2	59,2
	,38	1	1,4	1,4	60,6
	,40	1	1,4	1,4	62,0
	,41	2	2,8	2,8	64,8
	,42	1	1,4	1,4	66,2
	,43	3	4,2	4,2	70,4
	,44	1	1,4	1,4	71,8
	,45	2	2,8	2,8	74,6
	,46	1	1,4	1,4	76,1
	,47	1	1,4	1,4	77,5
	,47	1	1,4	1,4	78,9
	,50	2	2,8	2,8	81,7
	,54	1	1,4	1,4	83,1
	,55	1	1,4	1,4	84,5
	,60	2	2,8	2,8	87,3
	,63	2	2,8	2,8	90,1
	,67	1	1,4	1,4	91,5
	,68	1	1,4	1,4	93,0
	,78	1	1,4	1,4	94,4
	,82	1	1,4	1,4	95,8
	,89	1	1,4	1,4	97,2
	,92	1	1,4	1,4	98,6
	,92	1	1,4	1,4	100,0
	Total	71	100,0	100,0	

Tind02

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	,00	8	11,3	11,3	11,3
	,08	1	1,4	1,4	12,7
	,09	1	1,4	1,4	14,1
	,13	1	1,4	1,4	15,5
	,16	1	1,4	1,4	16,9
	,18	2	2,8	2,8	19,7
	,19	1	1,4	1,4	21,1
	,20	2	2,8	2,8	23,9
	,22	1	1,4	1,4	25,4
	,24	1	1,4	1,4	26,8
	,25	3	4,2	4,2	31,0
	,27	1	1,4	1,4	32,4
	,27	1	1,4	1,4	33,8
	,29	1	1,4	1,4	35,2
	,29	1	1,4	1,4	36,6
	,30	1	1,4	1,4	38,0
	,31	1	1,4	1,4	39,4
	,33	4	5,6	5,6	45,1
	,36	2	2,8	2,8	47,9
	,38	4	5,6	5,6	53,5
	,38	1	1,4	1,4	54,9
	,40	1	1,4	1,4	56,3
	,44	1	1,4	1,4	57,7
	,44	1	1,4	1,4	59,2
	,45	1	1,4	1,4	60,6
	,46	3	4,2	4,2	64,8
	,47	5	7,0	7,0	71,8
	,47	1	1,4	1,4	73,2
	,50	6	8,5	8,5	81,7
	,53	1	1,4	1,4	83,1
	,56	1	1,4	1,4	84,5
	,57	1	1,4	1,4	85,9
	,58	1	1,4	1,4	87,3
	,63	1	1,4	1,4	88,7
	,64	1	1,4	1,4	90,1
	,67	1	1,4	1,4	91,5
	,70	2	2,8	2,8	94,4
	,86	2	2,8	2,8	97,2
	,89	1	1,4	1,4	98,6
	,92	1	1,4	1,4	100,0
	Total	71	100,0	100,0	

Tind03

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	,00	6	8,5	8,5	8,5
	,08	1	1,4	1,4	9,9
	,20	3	4,2	4,2	14,1
	,21	1	1,4	1,4	15,5
	,24	1	1,4	1,4	16,9
	,26	1	1,4	1,4	18,3
	,27	1	1,4	1,4	19,7
	,31	2	2,8	2,8	22,5
	,33	5	7,0	7,0	29,6
	,36	3	4,2	4,2	33,8
	,38	3	4,2	4,2	38,0
	,38	2	2,8	2,8	40,8
	,40	2	2,8	2,8	43,7
	,43	3	4,2	4,2	47,9
	,44	4	5,6	5,6	53,5
	,45	1	1,4	1,4	54,9
	,46	1	1,4	1,4	56,3
	,47	1	1,4	1,4	57,7
	,50	10	14,1	14,1	71,8
	,55	2	2,8	2,8	74,6
	,56	1	1,4	1,4	76,1
	,57	2	2,8	2,8	78,9
	,60	2	2,8	2,8	81,7
	,62	1	1,4	1,4	83,1
	,63	2	2,8	2,8	85,9
	,64	1	1,4	1,4	87,3
	,75	2	2,8	2,8	90,1
	,80	4	5,6	5,6	95,8
	,82	1	1,4	1,4	97,2
	,86	1	1,4	1,4	98,6
	,94	1	1,4	1,4	100,0
	Total	71	100,0	100,0	

Tind04

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	,00	4	5,6	5,6	5,6
	,08	1	1,4	1,4	7,0
	,08	1	1,4	1,4	8,5
	,13	1	1,4	1,4	9,9
	,20	4	5,6	5,6	15,5
	,23	1	1,4	1,4	16,9
	,25	2	2,8	2,8	19,7
	,27	1	1,4	1,4	21,1
	,29	1	1,4	1,4	22,5
	,31	1	1,4	1,4	23,9
	,31	2	2,8	2,8	26,8
	,33	6	8,5	8,5	35,2
	,35	1	1,4	1,4	36,6
	,36	1	1,4	1,4	38,0
	,36	2	2,8	2,8	40,8
	,38	2	2,8	2,8	43,7
	,38	1	1,4	1,4	45,1
	,40	1	1,4	1,4	46,5
	,42	2	2,8	2,8	49,3
	,43	1	1,4	1,4	50,7
	,44	4	5,6	5,6	56,3
	,45	1	1,4	1,4	57,7
	,50	7	9,9	9,9	67,6
	,56	1	1,4	1,4	69,0
	,57	1	1,4	1,4	70,4
	,58	1	1,4	1,4	71,8
	,60	7	9,9	9,9	81,7
	,63	2	2,8	2,8	84,5
	,64	2	2,8	2,8	87,3
	,64	1	1,4	1,4	88,7
	,67	1	1,4	1,4	90,1
	,73	1	1,4	1,4	91,5
	,75	1	1,4	1,4	93,0
	,80	3	4,2	4,2	97,2
	,83	1	1,4	1,4	98,6
	,87	1	1,4	1,4	100,0
	Total	71	100,0	100,0	

Annexe 6 a : Fréquences sur le type de contrôle de la structure de propriété

Tableau des fréquences

CINF5A

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	109	38,4	38,4	38,4
	1	175	61,6	61,6	100,0
	Total	284	100,0	100,0	

FSUP50

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	143	50,4	50,4	50,4
	1	141	49,6	49,6	100,0
	Total	284	100,0	100,0	

Annexe 6 b : Fréquences par index de gouvernance et par nombre de critères

INDGOUV

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	84	29,6	29,6	29,6
	2	175	61,6	61,6	91,2
	3	25	8,8	8,8	100,0
	Total	284	100,0	100,0	

Nbrcritere

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	6	2,1	2,1	2,1
	1	29	10,2	10,2	12,3
	2	62	21,8	21,8	34,2
	3	90	31,7	31,7	65,8
	4	48	16,9	16,9	82,7
	5	24	8,5	8,5	91,2
	6	13	4,6	4,6	95,8
	7	11	3,9	3,9	99,6
	8	1	,4	,4	100,0
	Total	284	100,0	100,0	

Annexe 6bis : Fréquences de la nature du contrôle

Fréquences

Statistics

		Patrimoniale	Familiale	Manageriale
N	Valid	284	284	284
	Missing	0	0	0

Tableau des fréquences

Patrimoniale

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	228	80,3	80,3	80,3
	1	56	19,7	19,7	100,0
	Total	284	100,0	100,0	

Familiale

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	244	85,9	85,9	85,9
	1	40	14,1	14,1	100,0
	Total	284	100,0	100,0	

Manageriale

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	56	19,7	19,7	19,7
	1	228	80,3	80,3	100,0
	Total	284	100,0	100,0	

Annexe 7 : Fréquences des critères de gouvernance

Ensemble de l'échantillon

Fréquences

Statistics

		DVU	D_CS	ARS	MINF4	DR	A_CR	A_OPA	A_DPS	Ind_sup50	FORM_CSL
N	Valid	284	284	284	284	284	284	284	284	284	284
	Missing	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Tableau des fréquences

DVU

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	199	70,1	70,1	70,1
	1	85	29,9	29,9	100,0
	Total	284	100,0	100,0	

D_CS

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	201	70,8	70,8	70,8
	1	83	29,2	29,2	100,0
	Total	284	100,0	100,0	

ARS

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	238	83,8	83,8	83,8
	1	46	16,2	16,2	100,0
	Total	284	100,0	100,0	

MINF4

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	143	50,4	50,4	50,4
	1	141	49,6	49,6	100,0
	Total	284	100,0	100,0	

DR

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	227	79,9	79,9	79,9
	1	57	20,1	20,1	100,0
	Total	284	100,0	100,0	

A_CR

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	236	83,1	83,1	83,1
	1	48	16,9	16,9	100,0
	Total	284	100,0	100,0	

A_OPA

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	233	82,0	82,0	82,0
	1	51	18,0	18,0	100,0
	Total	284	100,0	100,0	

A_DPS

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	226	79,6	79,6	79,6
	1	58	20,4	20,4	100,0
	Total	284	100,0	100,0	

Ind_sup50

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	189	66,5	66,5	66,5
	1	95	33,5	33,5	100,0
	Total	284	100,0	100,0	

FORM_CSL

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	50	17,6	17,6	17,6
	1	234	82,4	82,4	100,0
	Total	284	100,0	100,0	

Echantillon des firmes sans activismes

Fréquences

Statistics

		DVU	D_CS	ARS	MINF4	DR	A_CR	A_OPA	A_DPS	Ind_sup50	FORM_CSL
N	Valid	164	164	164	164	164	164	164	164	164	164
	Missing	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Tableaux des fréquences

DVU

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	118	72,0	72,0	72,0
	1	46	28,0	28,0	100,0
	Total	164	100,0	100,0	

D_CS

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	101	61,6	61,6	61,6
	1	63	38,4	38,4	100,0
	Total	164	100,0	100,0	

ARS

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	134	81,7	81,7	81,7
	1	30	18,3	18,3	100,0
	Total	164	100,0	100,0	

MINF4

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	82	50,0	50,0	50,0
	1	82	50,0	50,0	100,0
	Total	164	100,0	100,0	

DR

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	135	82,3	82,3	82,3
	1	29	17,7	17,7	100,0
	Total	164	100,0	100,0	

A_CR

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	134	81,7	81,7	81,7
	1	30	18,3	18,3	100,0
	Total	164	100,0	100,0	

A_OPA

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	128	78,0	78,0	78,0
	1	36	22,0	22,0	100,0
	Total	164	100,0	100,0	

A_DPS

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	126	76,8	76,8	76,8
	1	38	23,2	23,2	100,0
	Total	164	100,0	100,0	

Ind_sup50

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	116	70,7	70,7	70,7
	1	48	29,3	29,3	100,0
	Total	164	100,0	100,0	

FORM_CSL

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	30	18,3	18,3	18,3
	1	134	81,7	81,7	100,0
	Total	164	100,0	100,0	

Echantillon des firmes ayant subies de l'activisme

Fréquences

Statistics

		DVU	D_CS	ARS	MINF4	DR	A_CR	A_OPA	A_DPS	Ind_sup50	FORM_CSL
N	Valid	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120
	Missing	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Tableaux des fréquences

DVU

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	81	67,5	67,5	67,5
	1	39	32,5	32,5	100,0
	Total	120	100,0	100,0	

D_CS

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	100	83,3	83,3	83,3
	1	20	16,7	16,7	100,0
	Total	120	100,0	100,0	

ARS

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	104	86,7	86,7	86,7
	1	16	13,3	13,3	100,0
	Total	120	100,0	100,0	

MINF4

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	61	50,8	50,8	50,8
	1	59	49,2	49,2	100,0
	Total	120	100,0	100,0	

DR

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	92	76,7	76,7	76,7
	1	28	23,3	23,3	100,0
	Total	120	100,0	100,0	

A_CR

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	102	85,0	85,0	85,0
	1	18	15,0	15,0	100,0
	Total	120	100,0	100,0	

A_OPA

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	105	87,5	87,5	87,5
	1	15	12,5	12,5	100,0
	Total	120	100,0	100,0	

A_DPS

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	100	83,3	83,3	83,3
	1	20	16,7	16,7	100,0
	Total	120	100,0	100,0	

Ind_sup50

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	73	60,8	60,8	60,8
	1	47	39,2	39,2	100,0
	Total	120	100,0	100,0	

FORM_CSL

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	20	16,7	16,7	16,7
	1	100	83,3	83,3	100,0
	Total	120	100,0	100,0	

Annexe 8 : Fréquences des critères d'activisme

Fréquences

Statistics

		C_antiopa	C_DIV	C_DIR	C_REM	C_EQUITE	C_RES	Interv_AG	PL_AMF	Pl_justice	DDE_AGE	totactivi
N	Valid	284	284	284	284	284	284	284	284	284	284	284
	Missing	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Tableau des fréquences par nature d'activisme

C_antiopa

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	279	98,2	98,2	98,2
	1	5	1,8	1,8	100,0
	Total	284	100,0	100,0	

C_DIV

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	283	99,6	99,6	99,6
	1	1	,4	,4	100,0
	Total	284	100,0	100,0	

C_DIR

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	279	98,2	98,2	98,2
	1	5	1,8	1,8	100,0
	Total	284	100,0	100,0	

C_REM

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	279	98,2	98,2	98,2
	1	5	1,8	1,8	100,0
	Total	284	100,0	100,0	

C_EQUITE

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	269	94,7	94,7	94,7
	1	15	5,3	5,3	100,0
	Total	284	100,0	100,0	

C_RES

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	278	97,9	97,9	97,9
	1	6	2,1	2,1	100,0
	Total	284	100,0	100,0	

Interv_AG

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	264	93,0	93,0	93,0
	1	20	7,0	7,0	100,0
	Total	284	100,0	100,0	

PL_AMF

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	277	97,5	97,5	97,5
	1	7	2,5	2,5	100,0
	Total	284	100,0	100,0	

Pl_justice

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	269	94,7	94,7	94,7
	1	15	5,3	5,3	100,0
	Total	284	100,0	100,0	

DDE_AGE

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	281	98,9	98,9	98,9
	1	3	1,1	1,1	100,0
	Total	284	100,0	100,0	

totactivi

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	242	85,2	85,2	85,2
	1	22	7,7	7,7	93,0
	2	8	2,8	2,8	95,8
	3	6	2,1	2,1	97,9
	4	5	1,8	1,8	99,6
	6	1	,4	,4	100,0
	Total	284	100,0	100,0	

Annexe 9 : Tests non-paramétriques de corrélation de Spearman's rho des critères d'activisme

Correlations

			C_antiopa	C_DIV	C_DIR	C_REM	C_EQUITE	C_RES	Interv_AG	PL_AMF	Pl_justice	DDE_AGE
Spearman's rho	C_antiopa	Correlation Coefficient	1,000	-,008	-,018	-,018	,088	-,020	,068	-,021	-,032	-,014
		Sig. (2-tailed)	,	,894	,764	,764	,139	,741	,255	,721	,596	,816
		N	284	284	284	284	284	284	284	284	284	284
	C_DIV	Correlation Coefficient	-,008	1,000	-,008	-,008	-,014	-,009	-,016	-,009	-,014	-,006
		Sig. (2-tailed)	,894	,	,894	,894	,814	,884	,784	,874	,814	,918
		N	284	284	284	284	284	284	284	284	284	284
	C_DIR	Correlation Coefficient	-,018	-,008	1,000	,186	,088	,167	,382	,151	,447	,510
		Sig. (2-tailed)	,764	,894	,	,002	,139	,005	,000	,011	,000	,000
		N	284	284	284	284	284	284	284	284	284	284
	C_REM	Correlation Coefficient	-,018	-,008	,186	1,000	,208	-,020	,382	,324	,447	,510
		Sig. (2-tailed)	,764	,894	,002	,	,000	,741	,000	,000	,000	,000
		N	284	284	284	284	284	284	284	284	284	284
	C_EQUITE	Correlation Coefficient	,088	-,014	,088	,208	1,000	,075	,366	,267	,296	-,024
		Sig. (2-tailed)	,139	,814	,139	,000	,	,209	,000	,000	,000	,682
		N	284	284	284	284	284	284	284	284	284	284
	C_RES	Correlation Coefficient	-,020	-,009	,167	-,020	,075	1,000	,055	-,023	-,035	-,015
		Sig. (2-tailed)	,741	,884	,005	,741	,209	,	,353	,695	,560	,799
		N	284	284	284	284	284	284	284	284	284	284
	Interv_AG	Correlation Coefficient	,068	-,016	,382	,382	,366	,055	1,000	,311	,489	,375
		Sig. (2-tailed)	,255	,784	,000	,000	,000	,353	,	,000	,000	,000
		N	284	284	284	284	284	284	284	284	284	284
	PL_AMF	Correlation Coefficient	-,021	-,009	,151	,324	,267	-,023	,311	1,000	,369	,428
		Sig. (2-tailed)	,721	,874	,011	,000	,000	,695	,000	,	,000	,000
		N	284	284	284	284	284	284	284	284	284	284
	Pl_justice	Correlation Coefficient	-,032	-,014	,447	,447	,296	-,035	,489	,369	1,000	,284
		Sig. (2-tailed)	,596	,814	,000	,000	,000	,560	,000	,000	,	,000
		N	284	284	284	284	284	284	284	284	284	284
	DDE_AGE	Correlation Coefficient	-,014	-,006	,510	,510	-,024	-,015	,375	,428	,284	1,000
		Sig. (2-tailed)	,816	,918	,000	,000	,682	,799	,000	,000	,000	,
		N	284	284	284	284	284	284	284	284	284	284

** Correlation is significant at the .01 level (2-tailed).
* Correlation is significant at the .05 level (2-tailed).

Annexe 10 : Tests de comparaison de moyennes de la performance mesurée en terme de ROA

Case Processing Summary

	Cases					
	Included		Excluded		Total	
	N	Percent	N	Percent	N	Percent
ROA * REF	284	100,0%	0	,0%	284	100,0%
ROA * ANNEE	284	100,0%	0	,0%	284	100,0%
ROA * Nbrcritere	284	100,0%	0	,0%	284	100,0%
ROA * INDGOUV	284	100,0%	0	,0%	284	100,0%
ROA * totactivi	284	100,0%	0	,0%	284	100,0%
ROA * Patrimoniale	284	100,0%	0	,0%	284	100,0%
ROA * Familiale	284	100,0%	0	,0%	284	100,0%
ROA * Manageriale	284	100,0%	0	,0%	284	100,0%
ROA * activisme	283	99,6%	1	,4%	284	100,0%
ROA * CINF5A	284	100,0%	0	,0%	284	100,0%
ROA * FSUP50	284	100,0%	0	,0%	284	100,0%

ROA * REF

REF	Société de l'échantillon	Mean	N	Std. Deviation	Variance	Minimum	Maximum
1	ACCOR	5,39	4	1,570	2,465	4	7
2	AIR LIQUIDE	9,21	4	,242	,059	9	10
3	ALCATEL	-15,17	4	13,202	174,292	-29	3
4	ALSTOM	-4,29	4	5,562	30,939	-11	1
5	ALTEN	5,78	4	2,171	4,714	3	8
6	ALTRAN TECHNOLOGIES	-1,37	4	8,025	64,402	-8	9
7	AREVA	2,62	4	4,549	20,695	-4	6
8	ATOS ORIGIN	,62	4	4,262	18,161	-5	5
9	BIC	8,15	4	,728	,529	7	9
10	BOUYGUES	3,41	4	,912	,832	2	5
11	BUSINESS OBJECTS	,20	4	12,539	157,215	-17	11
12	CARBONE-LORRAINE	-1,54	4	3,576	12,790	-6	2
13	CARREFOUR	2,22	4	,187	,035	2	2
14	CASINO GUICHARD PERRACHON	2,32	4	,227	,051	2	3
15	CIMENTS Français	8,64	4	1,254	1,574	7	10
16	CLUB MEDITERRANEE	-3,84	4	1,379	1,901	-6	-3
17	DASSAULT SYSTEMES	14,71	4	2,637	6,952	12	18
18	EIFFAGE	2,12	4	,237	,056	2	2
19	ESSILOR INTERNATIONAL	8,75	4	1,387	1,924	7	10
20	EUROTUNNEL	-74,89	4	123,564	15267,963	-232	57
21	FAURECIA	,08	4	,615	,378	0	1
22	FIMALAC	-3,46	4	15,916	253,330	-26	11
23	France TELECOM	-12,82	4	25,133	631,664	-45	8
24	GALERIES LAFAYETTE	2,58	4	,725	,526	2	3
25	GECINA	55,28	4	36,175	1308,666	32	109
26	GEOPHYSIQUES	1,22	4	1,966	3,864	-2	3

27	GFI INFORMATIQUE	-,18	4	3,815	14,551	-5	4
28	GROUPE DANONE	6,08	4	3,972	15,777	2	11
29	GUYENNE ET GASCOGNE	3,54	4	,402	,162	3	4
30	HAVAS ADVERTISING	-5,16	4	12,508	156,449	-24	3
31	IMERYS	5,34	4	1,865	3,479	3	7
32	INGENICO	-1,35	4	3,677	13,521	-6	3
33	IPSOS	1,96	4	,774	,599	1	3
34	JC DECAUX	3,41	4	1,546	2,390	2	5
35	KLEPIERRE	27,55	4	1,545	2,388	25	29
36	LAFARGE	6,84	4	1,271	1,616	5	8
37	L'OREAL	13,52	4	7,665	58,760	9	25
38	LVMH	5,71	4	3,651	13,331	1	10
39	MARIONNAUD PARFUMERIES	,82	4	6,247	39,021	-9	5
40	NEOPOST	6,75	4	4,823	23,257	0	11
41	NEXANS	,41	4	,911	,829	-1	1
42	OBERTHUR CARD SYSTEM	-,11	4	6,008	36,091	-6	6
43	PERNOD	10,65	4	2,691	7,239	8	13
44	PEUGEOT	2,90	4	,373	,139	2	3
45	PIERRE VACANCES	5,19	4	,250	,063	5	5
46	PINAULT PRINTEMPS REDOUTE	4,40	4	1,405	1,973	3	6
47	PUBLICIS GROUPE SA	2,11	4	2,714	7,366	1	6
48	REMY COINTREAU	9,71	4	,688	,474	9	10
49	RENAULT	5,94	4	2,612	6,824	3	9
50	REXEL	1,21	4	1,184	1,402	0	2
51	RHODIA	-9,78	4	11,115	123,550	-25	0
52	SAINT-GOBAIN	3,63	4	,160	,026	4	4
53	SCHNEIDER ELECTRIC	1,51	4	7,553	57,042	-10	6
54	SEB	5,05	4	1,151	1,324	4	6
55	SODEXHO ALLIANCE	1,61	4	,127	,016	1	2
56	SOITEC	-1,85	4	27,564	759,791	-41	24
57	SOPRA GROUP	3,56	4	,901	,812	2	5
58	SPIR COMMUNICATION	7,43	4	1,200	1,440	6	9
59	SR TELEPERFORMANCE	3,77	4	,514	,264	3	5
60	SUEZ	2,47	4	4,896	23,973	-3	7
61	TF1	7,40	4	1,440	2,075	6	9
62	THALES	,17	4	2,506	6,278	-4	2
63	THOMSON	-,37	4	5,211	27,153	-8	4
64	TOTAL	7,05	4	,949	,901	6	8
65	UNIBAIL	33,69	4	11,715	137,234	22	47
66	UNILOG SA	4,41	4	,921	,848	3	5
67	VALEO	,02	4	3,764	14,165	-6	2
68	VALLOUREC	6,04	4	2,174	4,728	3	8
69	VINCI	3,55	4	,543	,294	3	4
70	VIVENDI UNIVERSAL	-13,17	4	21,454	460,279	-39	8
71	ZODIAC	5,96	4	,394	,155	6	6
Total		2,89	284	19,670	386,927	-232	109

Annexe 11 : Tests de comparaison de moyennes de la performance mesurée en terme de ROE

Case Processing Summary

	Cases					
	Included		Excluded		Total	
	N	Percent	N	Percent	N	Percent
ROE * REF	284	100,0%	0	,0%	284	100,0%
ROE * ANNEE	284	100,0%	0	,0%	284	100,0%
ROE * Nbrcritere	284	100,0%	0	,0%	284	100,0%
ROE * INDGOUV	284	100,0%	0	,0%	284	100,0%
ROE * totactivi	284	100,0%	0	,0%	284	100,0%
ROE * Patrimoniale	284	100,0%	0	,0%	284	100,0%
ROE * Familiale	284	100,0%	0	,0%	284	100,0%
ROE * Manageriale	284	100,0%	0	,0%	284	100,0%
ROE * activisme	283	99,6%	1	,4%	284	100,0%
ROE * CINF5A	284	100,0%	0	,0%	284	100,0%
ROE * FSUP50	284	100,0%	0	,0%	284	100,0%

ROE * REF

REF		Mean	N	Std. Deviation	Variance	Minimum	Maximum
1	ACCOR	8,2400	4	3,31864	11,013	4,84	11,24
2	AIR LIQUIDE	13,7850	4	,60446	,365	13,16	14,55
3	ALCATEL	-41,7150	4	35,93897	1291,610	-78,22	7,83
4	ALSTOM	-225,0575	4	351,17254	123322,154	-738,15	9,11
5	ALTEN	19,9500	4	8,54487	73,015	8,82	29,63
6	ALTRAN TECHNOLOGIES	-10,1575	4	33,01294	1089,854	-42,21	31,79
7	AREVA	4,8200	4	7,97055	63,530	-6,79	10,88
8	ATOS ORIGIN	3,5225	4	23,54521	554,377	-27,03	29,52
9	BIC	10,2450	4	,72381	,524	9,47	11,18
10	BOUYGUES	13,3000	4	5,26173	27,686	9,27	20,82
11	BUSINESS OBJECTS	3,6250	4	14,16170	200,554	-14,44	17,67
12	CARBONE-LORRAINE	-5,5950	4	11,76908	138,511	-21,86	6,23
13	CARREFOUR	20,1025	4	2,85313	8,140	16,58	23,55
14	CASINO GUICHARD PERRACHON	13,0175	4	2,65597	7,054	9,12	14,88
15	CIMENTS Français	10,5550	4	1,92841	3,719	8,14	12,16
16	CLUB MEDITERRANEE	-11,8275	4	4,96232	24,625	-19,26	-9,02
17	DASSAULT SYSTEMES	18,4000	4	1,87256	3,506	16,11	20,62
18	EIFFAGE	15,3750	4	2,20988	4,884	13,61	18,55
19	ESSILOR INTERNATIONAL	15,1050	4	2,35659	5,554	11,81	17,00
20	EUROTUNNEL	-51,9225	4	63,91998	4085,764	-114,87	18,42
21	FAURECIA	,5625	4	3,17351	10,071	-2,15	4,79
22	FIMALAC	-8,3925	4	28,99538	840,732	-50,64	13,91
23	France TELECOM	3055,7500	4	6113,3567	37373131,04	-30,81	12225,73
24	GALERIES LAFAYETTE	8,8475	4	1,47651	2,180	6,88	10,16
25	GECINA	8,8275	4	4,22517	17,852	4,50	14,09
26	GEOPHYSIQUES	2,0450	4	3,06447	9,391	-2,47	4,33
27	GFI INFORMATIQUE	-,9450	4	14,08938	198,511	-19,70	14,49

28	GROUPE DANONE	14,3800	4	9,23248	85,239	4,38	25,13
29	GUYENNE ET GASCOGNE	12,8725	4	1,19005	1,416	11,26	14,09
30	HAVAS ADVERTISING	-13,5625	4	30,32937	919,870	-58,81	4,10
31	IMERYS	10,2850	4	3,76108	14,146	5,37	14,37
32	INGENICO	-4,1550	4	9,43082	88,940	-16,44	6,55
33	IPSOS	5,5650	4	2,48581	6,179	2,08	7,43
34	JC DECAUX	3,8475	4	1,74456	3,043	2,01	6,15
35	KLEPIERRE	5,7925	4	,91835	,843	4,77	6,66
36	LAFARGE	9,2275	4	1,00297	1,006	7,86	10,22
37	L'OREAL	22,0150	4	8,24316	67,950	17,29	34,36
38	LVMH	7,7950	4	4,95429	24,545	1,21	13,08
39	MARIONNAUD PARFUMERIES	-,2375	4	15,87683	252,074	-24,05	7,89
40	NEOPOST	14,7525	4	10,24483	104,956	,16	22,08
41	NEXANS	1,8125	4	3,89938	15,205	-3,24	5,86
42	OBERTHUR CARD SYSTEM	-,2125	4	14,16570	200,667	-14,89	12,66
43	PERNOD	17,2050	4	2,74091	7,513	14,48	20,97
44	PEUGEOT	12,9825	4	2,28911	5,240	10,22	15,18
45	PIERRE VACANCES	19,5975	4	2,63061	6,920	17,43	23,41
46	PINAULT PRINTEMPS REDOUTE	13,3650	4	4,25769	18,128	8,63	18,98
47	PUBLICIS GROUPE SA	21,7325	4	16,14180	260,558	10,99	45,70
48	REMY COINTREAU	7,9250	4	,93075	,866	6,58	8,69
49	RENAULT	16,2075	4	5,50680	30,325	8,84	22,00
50	REXEL	6,1750	4	6,93506	48,095	-3,05	13,33
51	RHODIA	-290,1000	4	337,51132	113913,892	-662,37	,27
52	SAINT-GOBAIN	9,1225	4	,16998	,029	8,89	9,29
53	SCHNEIDER ELECTRIC	1,9800	4	8,81228	77,656	-11,16	7,71
54	SEB	19,9225	4	5,05306	25,533	13,60	24,65
55	SODEXHO ALLIANCE	8,0725	4	,62034	,385	7,39	8,89
56	SOITEC	-3,6575	4	20,28915	411,650	-32,65	14,55
57	SOPRA GROUP	16,9875	4	4,45460	19,843	11,79	22,65
58	SPIR COMMUNICATION	15,4475	4	2,58263	6,670	13,29	19,20
59	SR TELEPERFORMANCE	10,0450	4	1,89586	3,594	8,39	12,73
60	SUEZ	4,5425	4	10,22490	104,548	-7,45	14,85
61	TF1	22,5850	4	3,44632	11,877	19,08	27,21
62	THALES	1,0825	4	11,97434	143,385	-16,65	9,65
63	THOMSON	-1,7700	4	14,94709	223,415	-23,61	9,03
64	TOTAL	23,4275	4	5,40856	29,252	17,85	30,82
65	UNIBAIL	9,6950	4	1,09728	1,204	8,56	10,81
66	UNILOG SA	17,9400	4	3,79647	14,413	13,47	22,71
67	VALEO	,5450	4	16,44428	270,414	-24,05	9,82
68	VALLOUREC	14,5275	4	5,82808	33,966	7,46	20,82
69	VINCI	16,8700	4	1,74316	3,039	15,57	19,44
70	VIVENDI UNIVERSAL	-30,6575	4	52,86369	2794,569	-106,45	10,09
71	ZODIAC	15,3450	4	,51617	,266	14,98	16,10
Total		41,9406	284	728,82900	531191,717	-738,15	12225,73

Régressions logistiques

Annexe 12 : Modèle de régressions univariés

Le Système SAS 13:22 Sunday, October 21, 2001 328

La procédure FREQ

act	Fréquence	Pourcentage	Fréquence cumulée	Pourcent. cumulé
0	242	85.21	242	85.21
1	42	14.79	284	100.0

The LOGISTIC Procedure

Informations sur le modèle

Data Set	ACT.FIN
Response Variable	act
Number of Response Levels	2
Model	binary logit
Optimization Technique	Fisher's scoring

Number of Observations Read	284
Number of Observations Used	284

Profil de réponse

Valeur ordonnée	act	Fréquence totale
1	1	42
2	0	242

Probability modeled is act=1.

État de convergence du modèle

Convergence criterion (GCONV=1E-8) satisfied.

The LOGISTIC Procedure

Statistiques d'ajustement du modèle

Critère	Coordonnée à l'origine uniquement	Coordonnée à l'origine et covariables
AIC	240.007	212.812
SC	243.656	220.110
-2 Log L	238.007	208.812

Test de l'hypothèse nulle globale : BETA=0

Test	Khi 2	DF	Pr > Khi 2
Likelihood Ratio	29.1950	1	<.0001
Score	0.8593	1	0.3539
Wald	13.7981	1	0.0002

Analyse des estimations de la vraisemblance maximum

Paramètre	DF	Estimation	Erreur std	Khi 2 de Wald	Pr > Khi 2
Intercept	1	-1.7588	0.1810	94.4036	<.0001
ROE	1	-0.0285	0.00767	13.7981	0.0002

The LOGISTIC Procedure

Estimations des rapports de cotes

Effet	Point Estimate	95% Limites de confiance de Wald	
ROE	0.972	0.957	0.987

Association des probabilités prédites et des réponses observées

Percent Concordant	65.5	Somers' D	0.326
Percent Discordant	32.9	Gamma	0.332
Percent Tied	1.7	Tau-a	0.082
Pairs	10164	c	0.663

Le Système SAS

The LOGISTIC Procedure

Informations sur le modèle

Data Set	ACT.FIN
Response Variable	act
Number of Response Levels	2
Model	binary logit
Optimization Technique	Fisher's scoring

Number of Observations Read	284
Number of Observations Used	284

Profil de réponse

Valeur ordonnée	act	Fréquence totale
1	1	42
2	0	242

Probability modeled is act=1.

Le Système SAS

The LOGISTIC Procedure

Informations sur le niveau de classe

Classe	Valeur	Variables de création					
Class_Perf	1	1	0	0	0	0	0
	2	0	1	0	0	0	0
	3	0	0	1	0	0	0

4	0	0	0	0	0	0
5	0	0	0	1	0	0
6	0	0	0	0	1	0
7	0	0	0	0	0	1

État de convergence du modèle

Convergence criterion (GCONV=1E-8) satisfied.

Statistiques d'ajustement du modèle

Critère	Coordonnée à l'origine uniquement	Coordonnée à l'origine et covariables
AIC	240.007	230.856
SC	243.656	256.399
-2 Log L	238.007	216.856

The LOGISTIC Procedure

Test de l'hypothèse nulle globale : BETA=0

Test	Khi 2	DF	Pr > Khi 2
Likelihood Ratio	21.1509	6	0.0017
Score	28.6422	6	<.0001
Wald	22.5790	6	0.0010

Analyse des effets Type 3

Effet	DF	Khi 2 de Wald	Pr > Khi 2
Class_Perf	6	22.5790	0.0010

Analyse des estimations de la vraisemblance maximum

Paramètre	DF	Estimation	Erreur std	Khi 2 de Wald	Pr > Khi 2
Intercept	1	-2.0794	0.6124	11.5309	0.0007
Class_Perf 1	1	2.0794	0.7272	8.1764	0.0042

Class_Perf 2	1	0.4700	0.9874	0.2266	0.6341
Class_Perf 3	1	0.2877	0.9789	0.0864	0.7689
Class_Perf 5	1	0.0157	0.7182	0.0005	0.9825
Class_Perf 6	1	-0.1361	0.7482	0.0331	0.8556

Le Système SAS

The LOGISTIC Procedure

Analyse des estimations de la vraisemblance maximum

Paramètre	DF	Estimation	Erreur std	Khi 2 de Wald	Pr > Khi 2
Class_Perf 7	1	-0.0155	0.7179	0.0005	0.9828

Estimations des rapports de cotes

Effet	Point Estimate	95% Limites de confiance de Wald	
Class_Perf 1 vs 4	8.000	1.923	33.274
Class_Perf 2 vs 4	1.600	0.231	11.082
Class_Perf 3 vs 4	1.333	0.196	9.083
Class_Perf 5 vs 4	1.016	0.249	4.152
Class_Perf 6 vs 4	0.873	0.201	3.782
Class_Perf 7 vs 4	0.985	0.241	4.021

Association des probabilités prédites et des réponses observées

Percent Concordant	56.9	Somers' D	0.299
Percent Discordant	27.0	Gamma	0.356
Percent Tied	16.1	Tau-a	0.076
Pairs	10164	c	0.649

Informations sur le modèle

Data Set	ACT.FIN
Response Variable	act
Number of Response Levels	2
Model	binary logit
Optimization Technique	Fisher's scoring

Number of Observations Read	284
Number of Observations Used	284

Profil de réponse

Valeur ordonnée	act	Fréquence totale
1	1	42
2	0	242

Probability modeled is act=1.

Le Système SAS

The LOGISTIC Procedure

Informations sur le niveau de classe

Classe	Valeur	Variables de création	
index_Gouvernance	1	1	0
	2	0	1
	3	0	0

État de convergence du modèle

Convergence criterion (GCONV=1E-8) satisfied.

Statistiques d'ajustement du modèle

Critère	Coordonnée à l'origine uniquement	Coordonnée à l'origine et covariables
AIC	240.007	239.766
SC	243.656	250.713
-2 Log L	238.007	233.766

Le Système SAS

The LOGISTIC Procedure

Test de l'hypothèse nulle globale : BETA=0

Test	Khi 2	DF	Pr > Khi 2
Likelihood Ratio	4.2416	2	0.1199
Score	4.7777	2	0.0917
Wald	4.5450	2	0.1031

Analyse des effets Type 3

Effet	DF	Khi 2 de Wald	Pr > Khi 2
index_Gouvernance	2	4.5450	0.1031

Analyse des estimations de la vraisemblance maximum

Paramètre	DF	Estimation	Erreur std	Khi 2 de Wald	Pr > Khi 2
Intercept	1	-0.9444	0.4454	4.4955	0.0340
index_Gouvernance 1	1	-0.6650	0.5330	1.5564	0.2122
index_Gouvernance 2	1	-1.0480	0.5025	4.3493	0.0370

The LOGISTIC Procedure

Estimations des rapports de cotes

Effet	Point Estimate	95% Limites de confiance de Wald	
index_Gouvernance 1 vs 3	0.514	0.181	1.462
index_Gouvernance 2 vs 3	0.351	0.131	0.939

Association des probabilités prédites et des réponses observées

Percent Concordant	36.6	Somers' D	0.160
Percent Discordant	20.7	Gamma	0.279
Percent Tied	42.7	Tau-a	0.040
Pairs	10164	c	0.580

Le Système SAS

The LOGISTIC Procedure

Informations sur le modèle

Data Set	ACT.FIN
Response Variable	act
Number of Response Levels	2
Model	binary logit
Optimization Technique	Fisher's scoring

Number of Observations Read	284
Number of Observations Used	279

Profil de réponse

Valeur ordonnée	act	Fréquence totale
1	1	41

2	0	238

Probability modeled is act=1.

NOTE: 5 observations were deleted due to missing values for the response or explanatory variables.

Le Système SAS

The LOGISTIC Procedure

Informations sur le niveau de classe

Classe	Valeur	Variables de création	
controle	1	1	0
	2	0	0
	3	0	1

État de convergence du modèle

Convergence criterion (GCONV=1E-8) satisfied.

Statistiques d'ajustement du modèle

Critère	Coordonnée à l'origine uniquement	Coordonnée à l'origine et covariables
AIC	234.902	227.907
SC	238.534	238.801
-2 Log L	232.902	221.907

Le Système SAS

The LOGISTIC Procedure

Test de l'hypothèse nulle globale : BETA=0

Test	Khi 2	DF	Pr > Khi 2
Likelihood Ratio	10.9956	2	0.0041
Score	10.8741	2	0.0044
Wald	10.0903	2	0.0064

Analyse des effets Type 3

Effet	DF	Khi 2 de Wald	Pr > Khi 2
controle	2	10.0903	0.0064

Analyse des estimations de la vraisemblance maximum

Paramètre	DF	Estimation	Erreur std	Khi 2 de Wald	Pr > Khi 2
Intercept	1	-1.2040	0.2327	26.7608	<.0001
controle 1	1	-1.2423	0.3911	10.0903	0.0015
controle 3	1	-0.4383	0.5031	0.7589	0.3837

Le Système SAS

The LOGISTIC Procedure

Estimations des rapports de cotes

Effet	Point Estimate	95% Limites de confiance de Wald

controle 1 vs 2	0.289	0.134	0.621
controle 3 vs 2	0.645	0.241	1.729

Association des probabilités prédites et des réponses observées

Percent Concordant	46.7	Somers' D	0.292
Percent Discordant	17.4	Gamma	0.456
Percent Tied	35.9	Tau-a	0.074
Pairs	9758	c	0.646

Le Système SAS

The LOGISTIC Procedure

Informations sur le modèle

Data Set	ACT.FIN
Response Variable	act
Number of Response Levels	2
Model	binary logit
Optimization Technique	Fisher's scoring

Number of Observations Read	284
Number of Observations Used	284

Profil de réponse

Valeur ordonnée	act	Fréquence totale
1	1	42
2	0	242

Probability modeled is act=1.

Le Système SAS

The LOGISTIC Procedure

Informations sur le niveau de classe

Classe	Valeur	Variables de création
Manag_riale	0	0
	1	1

État de convergence du modèle

Convergence criterion (GCONV=1E-8) satisfied.

Statistiques d'ajustement du modèle

Critère	Coordonnée à l'origine uniquement	Coordonnée à l'origine et covariables
AIC	240.007	228.867
SC	243.656	236.165
-2 Log L	238.007	224.867

Le Système SAS

The LOGISTIC Procedure

Test de l'hypothèse nulle globale : BETA=0

Test	Khi 2	DF	Pr > Khi 2
Likelihood Ratio	13.1404	1	0.0003
Score	9.3591	1	0.0022
Wald	5.9156	1	0.0150

Analyse des effets Type 3

Effet	DF	Khi 2 de Wald	Pr > Khi 2
Manag_riale	1	5.9156	0.0150

Analyse des estimations de la vraisemblance maximum

Paramètre	DF	Estimation	Erreur std	Khi 2 de Wald	Pr > Khi 2
Intercept	1	-4.0073	1.0090	15.7720	<.0001
Manag_riale 1	1	2.4898	1.0237	5.9156	

Le Système SAS

The LOGISTIC Procedure

Estimations des rapports de cotes

Effet	Point Estimate	95% Limites de confiance de Wald	
Manag_riale 1 vs 0	12.059	1.622	89.672

Association des probabilités prédites et des réponses observées

Percent Concordant	22.2	Somers' D	0.203
Percent Discordant	1.8	Gamma	0.847
Percent Tied	76.0	Tau-a	0.051
Pairs	10164	c	0.602

Le Système SAS

The LOGISTIC Procedure

Informations sur le modèle

Data Set	ACT.FIN
Response Variable	act
Number of Response Levels	2
Model	binary logit
Optimization Technique	Fisher's scoring

Number of Observations Read	284
Number of Observations Used	284

Profil de réponse

Valeur ordonnée	act	Fréquence totale
1	1	42
2	0	242

Probability modeled is act=1.

Le Système SAS

The LOGISTIC Procedure

Informations sur le niveau de classe

Classe	Valeur	Variables de création
Patrimoniale	0	0
	1	1

État de convergence du modèle

Convergence criterion (GCONV=1E-8) satisfied.

Statistiques d'ajustement du modèle

Critère	Coordonnée à l'origine uniquement	Coordonnée à l'origine et covariables
AIC	240.007	228.867
SC	243.656	236.165
-2 Log L	238.007	224.867

The LOGISTIC Procedure

Test de l'hypothèse nulle globale : BETA=0

Test	Khi 2	DF	Pr > Khi 2
Likelihood Ratio	13.1404	1	0.0003
Score	9.3591	1	0.0022
Wald	5.9156	1	0.0150

Analyse des effets Type 3

Effet	DF	Khi 2 de Wald	Pr > Khi 2
Patrimoniale	1	5.9156	0.0150

Analyse des estimations de la vraisemblance maximum

Paramètre	DF	Estimation	Erreur std	Khi 2 de Wald	Pr > Khi 2
Intercept	1	-1.5175	0.1724	77.4406	<.0001
Patrimoniale 1	1	-2.4898	1.0237	5.9156	0.0150

The LOGISTIC Procedure

Estimations des rapports de cotes

Effet	Point Estimate	95% Limites de confiance de Wald	
Patrimoniale 1 vs 0	0.083	0.011	0.617

Association des probabilités prédites et des réponses observées

Percent Concordant	22.2	Somers' D	0.203
Percent Discordant	1.8	Gamma	0.847
Percent Tied	76.0	Tau-a	0.051
Pairs	10164	c	0.602

The LOGISTIC Procedure

Informations sur le modèle

Data Set	ACT.FIN
Response Variable	act
Number of Response Levels	2
Model	binary logit
Optimization Technique	Fisher's scoring

Number of Observations Read	284
Number of Observations Used	284

Profil de réponse

Valeur ordonnée	act	Fréquence totale
1	1	42
2	0	242

Probability modeled is act=1.

The LOGISTIC Procedure

Informations sur le niveau de classe

Classe	Valeur	Variables de création
Familiale	0	0
	1	1

État de convergence du modèle

Convergence criterion (GCONV=1E-8) satisfied.

Statistiques d'ajustement du modèle

Critère	Coordonnée à l'origine uniquement	Coordonnée à l'origine et covariables
AIC	240.007	234.296
SC	243.656	241.594
-2 Log L	238.007	230.296

The LOGISTIC Procedure

Test de l'hypothèse nulle globale : BETA=0

Test	Khi 2	DF	Pr > Khi 2
Likelihood Ratio	7.7112	1	0.0055
Score	5.5792	1	0.0182
Wald	4.0377	1	0.0445

Analyse des effets Type 3

Effet	DF	Khi 2 de Wald	Pr > Khi 2
Familiale	1	4.0377	0.0445

Analyse des estimations de la vraisemblance maximum

Paramètre	DF	Estimation	Erreur std	Khi 2 de Wald	Pr > Khi 2
Intercept	1	-1.5996	0.1712	87.2833	<.0001
Familiale 1	1	-2.0632	1.0268	4.0377	0.0445

The LOGISTIC Procedure

Estimations des rapports de cotes

Effet	Point Estimate	95% Limites de confiance de Wald	
Familiale 1 vs 0	0.127	0.017	0.950

Association des probabilités prédites et des réponses observées

Percent Concordant	15.7	Somers' D	0.137
Percent Discordant	2.0	Gamma	0.775
Percent Tied	82.3	Tau-a	0.035
Pairs	10164	c	0.569

Annexe 13 : Modèle de régressions multivariés

```
                    The LOGISTIC Procedure

                  Informations sur le modèle

        Data Set                     ACT.FIN
        Response Variable            act
        Number of Response Levels    2
        Model                        binary logit
        Optimization Technique       Fisher's scoring


            Number of Observations Read         284
            Number of Observations Used         279


                      Profil de réponse

                Valeur                  Fréquence
              ordonnée          act        totale

                     1            1            41
                     2            0           238

                  Probability modeled is act=1.

NOTE: 5 observations were deleted due to missing values for the response or explanatory
      variables.
```

Un test non paramétrique est un test statistique pour lequel il n'est pas nécessaire de spécifier la forme paramétrique de la distribution des populations.

```
                    Le Système SAS                                  177
                                        18:52 Thursday, November 8, 2001

                    The LOGISTIC Procedure

                 Backward Elimination Procedure


              Informations sur le niveau de classe
```

Classe	Valeur	Variables de création
Manag_riale	0	0
	1	1

Step 0. The following effects were entered:

Intercept Manag_riale ROE

État de convergence du modèle

Convergence criterion (GCONV=1E-8) satisfied.

The LOGISTIC Procedure

Statistiques d'ajustement du modèle

Critère	Coordonnée à l'origine uniquement	Coordonnée à l'origine et covariables
AIC	234.902	200.185
SC	238.534	211.078
-2 Log L	232.902	194.185

Test de l'hypothèse nulle globale : BETA=0

Test	Khi 2	DF	Pr > Khi 2
Likelihood Ratio	38.7179	2	<.0001 HO: b0=b1=b2=0
Score	10.0500	2	0.0066
Wald	17.0322	2	0.0002

NOTE: No (additional) effects met the 0.05 significance level for removal from the model.

```
                                Le Système SAS                                    179
                                                     18:52 Thursday, November 8, 2001

                            The LOGISTIC Procedure

                           Analyse des effets Type 3

                                                Khi 2
                  Effet            DF       de Wald    Pr > Khi 2

                  Manag_riale       1        4.6374        0.0313
                  ROE               1       11.9197        0.0006


                Analyse des estimations de la vraisemblance maximum

                                                Erreur         Khi 2
        Paramètre        DF    Estimation         std       de Wald    Pr > Khi 2

        Intercept         1       -3.7823      1.0125       13.9558        0.0002 h0 :b0=0
        Manag_riale 1     1        2.2177      1.0298        4.6374        0.0313 h0 :b1=0
        ROE               1       -0.0270     0.00781       11.9197        0.0006 h0 :b2=0


On rejette l'hypothèse h0: b0=b1=b2=0 au seuil de 5 % car Pr < 0,05



                         Estimations des rapports de cotes

                                        Point    95% Limites de confiance
              Effet                  Estimate             de Wald

              Manag_riale 1 vs 0       9.186       1.221          69.134
              ROE                      0.973       0.959           0.988
```

Le maximum de vraisemblance ou maximum likelihood est une méthode itérative où il s'agit de trouver, pour les paramètres du modèle, des valeurs estimées qui permettent de minimiser une fonction F qui mesure l'écart entre les valeurs observées de la matrice des variances/covariances et celles de la matrice de variances/covariances prédite par le modèle. Les paramètres sont estimés de manière itérative par un algorithme d'optimisation non linéaire.
Dans le cas de la méthode du maximum de vraisemblance, W vaut C^{-1}, l'inverse recalculé à chaque itération de la matrice des variances/covariances prédite.

Annexe 14 : Test d'adéquation du modèle de Hosmer et Lemeshow

Partition pour les tests de Hosmer et de Lemeshow

		act = 1		act = 0	
Groupe	Total	Observé	Attendu	Observé	Attendu
1	28	1	0.38	27	27.62
2	28	0	0.59	28	27.41
3	28	3	2.84	25	25.16
4	28	4	3.31	24	24.69
5	28	4	3.55	24	24.45
6	29	2	3.98	27	25.02
7	28	4	4.04	24	23.96
8	28	4	4.37	24	23.63
9	28	6	5.27	22	22.73
10	26	13	12.66	13	13.34

Le Système SAS 13:11 Friday, November 9, 2001 6

The LOGISTIC Procedure

Test d'adéquation d'Hosmer et de Lemeshow

Khi 2	DF	Pr > Khi 2
3.1878	8	0.9220

Les logiciels proposant des méthodes d'estimation itératives comme les moindres carrés généralisés ou le maximum de vraisemblance fournissent en général un test du Khi-2. Ce test compare l'hypothèse nulle (c'est-à-dire celle selon laquelle les données sont reliées par les relations spécifiées par le modèle qui est testé) à l'hypothèse alternative (c'est-à-dire celle selon laquelle les variables suivent une distribution multinormale et n'ont aucune association particulière, autrement dit leur matrice de variances/covariances est une matrice définie positive quelconque). Le modèle est considéré comme acceptable si l'hypothèse nulle n'est pas rejetée (en général, p > 0,05) contrairement à la situation classique où les modèles sont considérés comme acceptables lorsque l'hypothèse nulle est rejetée. Par conséquent, les erreurs de type II (c'est-à-dire la probabilité de ne pas rejeter l'hypothèse nulle sachant qu'elle est fausse) occupent une place critique dans l'évaluation des modèles de causalité. Malheureusement, la probabilité des erreurs de type II est inconnu.